الجمهورية الجزائرية الديموقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر

معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير

رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية

فرع التسيير

الموضوع

بورصة القيم المتداولة وأهمية الوساطة في العمليات البورصية مع دراسة حالة الجزائر

من إعداد الطالبة

• زرفة زهية

تحت إشراف الأستاذ

يوسف دبوب

١٩٩٩/ ٢٠٠٠

بسم الله الرحمن الرحيم

>> وما أوتيتم من العلم إلا قليلا <<

صدق الله العظيم

سورة الإسراء(٨٥)

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله

إلى كل الاخوة و الأخوات

إلى كل العائلة و الأصدقاء

إلى براعم العائلة، أمل المستقبل صالح الدين، إكرام و أمين

إلى كل من ساعدني بابتسامة صادقة أو كلمة طيبة أو تشجيع خالص

إلى كل من امتدت يده إلى السماء داعيا لي بالتوفيق و النجاح

إلى كل من يسعى جاهدا إلى تطوير وطننا الحبيب

و إلى كل من يبحث عن إطلالة نور العلم و شق طريق المعرفة

أهدى هدا العمل المتوا ظع

الفهرس

المقدمة العامة ص

الباب الأول : آلية ونشاط الأسواق المالية ٠١

الفصل الأول: ماهية الأسواق المالية وآلية تسييرها ٠٢

المبحث الأول : نشأة وتطور البورصة ٠٣

المطلب الأول: النشأة ٠٣

المطلب الثاني: التطور ٠٥

المبحث الثاني : أنواع البورصات وتوزيعها ... .٠٧

المطلب الأول: أهم أنواع البورصات ... .٠٧

١. بورصة الذهب ٠٧

٢. بورصة العملات... ....٠٨

٣. بورصة البضائع ٠٨

٤. بورصة الأوراق المالية ... .٠٩

المطلب الثاني : المراكز المالية العالمية ٠٩

المطلب الثالث : الأزمات المالية الكبرى ١٣

١. أزمة الإثنين الأسود ١٤

٢. أزمة الخميس الأسود ١٤

المبحث الثالث : الهيآت العاملة بالبورصة ١٧

المطلب الأول : هيآت الرقابة والتسيير ١٧

المطلب الثاني : هيآت الفصل والتحكيم ١٨

المبحث الرابع: أسواق رؤوس الأموال ١٩

المطلب الأول : السوق النقدي ٢٠

المطلب الثاني : السوق المالي ٢١

الفصل الثاني : الأوراق المالية المتداولة في البورصة ٢٥
المبحث الأول : الأسهم ... .٢٦
المطلب الأول : أنواع الأسهم ... .٢٦
المطلب الثاني : العوامل المحددة لقيمة السهم ٣١
المطلب الثالث : تقييم نوعية التوظيف في الأسهم ... .٣٣
المبحث الثاني : السندات ٣٥
المطلب الأول : أنواع السندات ... .٣٦
المطلب الثاني : العوامل المحددة لسعر السند... ....٣٩
المطلب الثالث : تقييم نوعية التوظيف في السندات ... .٤١
المبحث الثالث : تسعير الأوراق المالية ٤٣
المطلب الأول : أنماط تسعير الأوراق المالية ... .٤٣
المطلب الثاني : العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية ... .٤٤
المبحث الرابع : هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة............ ....٤٦
المطلب الأول : شركات الإستثمار ... .٤٧
١. شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابث 47
٢. شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير ... .٤٨
المطلب الثاني : الصناديق المشتركة للتوظيف ٤٩
المطلب الثالث : مزايا وعيوب التوظيف في هيآت التوظيف الجماعي ٤٩
الفصل الثالث : أهمية البورصة وعلاقتها بالمؤسسة ٥٢
المبحث الأول : أهمية ودور البورصة ٥٤
المطلب الأول : على المستوى الكلي ٥٤
المطلب الثاني : على المستوى الجزئي ٥٥
المبحث الثاني : دخول المؤسسات إلى البورصة ٥٦
المطلب الأول : التهيئة للتسجيل بالبورصة ٥٨
المطلب الثاني : الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة ٦٢

المطلب الثالث : مزايا وعيوب التقييد بالبورصة ٦٣
المبحث الثالث : شطب القيم ٦٦
المطلب الأول : الشطب ٦٦
المطلب الثاني : الإلغاء النهائي ٦٧
خاتمة الباب الأول ٦٨

الباب الثاني : أهمية ودور الوساطة في العمليات البورصية ٦٩
الفصل الأول : دور وماهية الوسيط في العمليات البورصية ٧١
المبحث الأول : المؤسسات المرخصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية . ٧٢
المطلب الأول : البنوك وشركات التأمين ٧٢
المطلب الثاني : المؤسسات المالية الأخرى ٧٥
المبحث الثاني : شروط ممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية ٧٧
المطلب الأول : الشروط المتعلقة بالشخص الوسيط ٧٧
المطلب الثاني : الشروط المتعلقة بمؤسسات الوساطة ٧٨
المبحث الثالث : مهام الوسيط في العمليات البورصية ٧٩
المطلب الأول : الوسيط ذي النشاط المحدود ٧٩
المطلب الثاني : الوسيط ذي النشاط الغير محدود ٨٠
المطلب الثالث : المهام اليومية التي يتكفل بها الوسيط وأهميته بالنسبة للمتعاملين ٨٨
المبحث الرابع : قواعد وأدبيات المهنة ٩٠
المطلب الأول : الإخلاص الصارم ٩١
المطلب الثاني : الطابع السري للمعلومات المتعلقة بالعميل ٩٢
المطلب الثالث : جلب إحترام وثقة الجمهور المتعاملين ٩٣
الفصل الثاني : تنظيم وإدارة مؤسسات الوساطة ٩٦
المبحث الأول : هيكل وتنظيم مؤسسات الوساطة ٩٧
المطلب الأول : الهيكل ٩٧

المطلب الثاني : التنظيم .... .٩٩

المبحث الثاني : العلاقات القائمة بين مؤسسات الوساطة والعملاء ١٠١

المطلب الأول : فتح الحساب ١٠٢

المطلب الثاني : تلقي وتنفيذ الأوامر.. .١٠٤

المطلب الثالث : تأكيد ، تسوية ومتابعة العمليات ١٠٥

المبحث الثالث : مشاكل التسيير الخاصة بمؤسسات الوساطة ١٠٧

المطلب الأول : المشاكل ١٠٨

المطلب الثاني : الحلول ... .١١١

الفصل الثالث : تسيير حافظات الأوراق المالية ١١٥

المبحث الأول : الحاجة إلى المعلومات وتفسيرها ١١٦

المطلب الأول : الحاجة إلى المعلومات ١١٦

المطلب الثاني : تحليل وتفسير المعلومات ١١٨

المبحث الثاني : أنواع الحوافظ المالية ١٢٠

المطلب الأول: أهداف الإستثمار بالأوراق المالية.. ١٢٠

المطلب الثاني: الحوافظ المالية.. ١٢١

المبحث الثالث : مراحل تسيير حافظات الأوراق المالية ١٢٣

المطلب الأول : إعداد سياسة التوظيف المناسبة ١٢٣

المطلب الثاني : تحديد ووضع التشكيلة المناسبة ١٢٧

المطلب الثالث : مراقبة الإقتصاد ، الأسواق والعملاء ١٢٩

المطلب الرابع : تقييم نتائج الحافظة ١٣٢

المبحث الرابع : طرق تقييم الأوراق المالية ١٣٣

المطلب الأول : الأسهم ١٣٣

المطلب الثاني : السندات ... .١٤١

خاتمة الباب الثاني ١٤٣

الباب الثالث : دراسة حالة الجزائر..١٤٤

الفصل الأول : إنشاء بورصة الجزائر ١٤٦

المبحث الأول : الظروف المحتمة لإنشاء بورصة الجزائر....... .... ١٤٧

المطلب الأول : مرحلة الإقتصاد المخطط ١٤٨

المطلب الثاني : مرحلة إقتصاد السوق ١٥٠

المبحث الثاني : مراحل إنشاء بورصة الجزائر ١٥٣

المطلب الأول : المرحلة التقريرية (١٩٩٠ – ١٩٩٢) ١٥٣

المطلب الثاني : المرحلة الإبتدائية (١٩٩٣ ـ ١٩٩٦) ١٥٥

المطلب الثالث : مرحلة الإنطلاقة الفعلية (١٩٩٦ إلى غاية وقتنا الحالي) ١٥٦

المبحث الثالث : تشكيل هيآت الرقابة والتنظيم ١٦٠

المطلب الأول : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ١٦٠

المطلب الثاني : شركة تسيير بورصة القيم ١٦٤

الفصل الثاني : الوساطاء المتدخلون في العمليات البورصية ١٦٨

المبحث الأول : الوسطاء في العمليات البورصية ١٦٩

المطلب الأول : شروط إعتمادهم ١٧١

المطلب الثاني : وظائف وواجبات الوسطاء في العمليات البورصية ١٧٣

المطلب الثالث : دراسة هيكلة وتنظيم الوسيط << الراشد المالي >> ١٨١

المبحث الثاني : هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ١٨٩

المطلب الأول : شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير.. .... ١٩٠

المطلب الثاني : الصندوق المشترك للتوظيف ١٩٢

الفصل الثالث : تسعير القيم المنقولة ببورصة الجزائر ١٩٦

المبحث الأول : أنواع القيم المنقولة القابلة للتداول ببورصة الجزائر ١٩٧

المطلب الأول : الأسهم ١٩٧

المطلب الثاني : السندات ... .١٩٨

المطلب الثالث : القيم المهجنة ١٩٩

المبحث الثاني : قبول القيم المنقولة للتداول ببورصة الجزائر ٢٠٠
المطلب الأول : شروط القبول ٢٠١
المطلب الثاني : تحضير ملف القبول ٢٠٣
المبحث الثالث : الإجراءات المختلفة لإدخال القيم المنقولة إلى بورصة الجزائر ٢٠٧
المطلب الأول : إجراء العرض العمومي للبيع ٢٠٧
المطلب الثاني : الإجراء العادي ٢٠٩
الفصل الرابع : واقع بورصة الجزائر ٢١٠
المبحث الأول : خصائص أهم الإصدارات التي تمت من خلال بورصة الجزائر ٢١١
المطلب الأول : القرض السندي سونطراك ٢١٢
المطلب الثاني : رفع رأس المال لشركة الرياض سطيف ٢٢٢
المطلب الثالث : فتح رأس المال لمجمع صيدال ٢٢٦
المطلب الرابع : فتح رأس المال لفندق الأوراسي ٢٣٠
المطلب الخا مس: مفاوظة القيم المنقولة ببورصة الجزائر ٢٣٤
المبحث الثاني : معوقات بورصة الجزائر ٢٣٦
المطلب الأول : العوامل المتعلقة بالإقتصاد الكلي ٢٣٦
المطلب الثاني : العوامل المتعلقة بالإقتصاد الجزئي ٢٣٩
المبحث الثالث : الأبعاد والمقاييس الواجب إتخاذها لتطوير بورصة الجزائر ٢٤٢
المطلب الأول : التحكم في العوامل المرتبطة بالإقتصاد الكلي ٢٤٣
المطلب الثاني : التحكم في العوامل المرتبطة بالإقتصاد الجزئي ٢٤٦
المطلب الثالث : الإجراءات التشجيعية ٢٤٨
خاتمة الباب الثالث ٢٥٠
الخاتمة العامة .
قائمة المراجع .

المقدمة

تزايد في الآونة الأخيرة إهتمام العالم بأكمله بالأسواق المالية لما تلعبه من أدوار في مجال التنمية والتمويل . ولعل أهم الأسباب التي زادت من هذا الإهتمام عدم قدرة أغلبية الدول على توفير الأموال اللازمة لتلبية إحتياجاتها التنموية إضافة إلى عدم قدرة الأفراد على توفير رؤوس الأموال الضخمة لإنشاء بعض المشاريع الإنتاجية ، مما أدّى إلى البحث عن وسائل أخرى غير تقليدية تضمن تمويل إحتياجات الدول التنموية وحصول المستثمرين على أكبر العوائد بأقل المخاطر الممكنة .
وبهذا بدأت فكرة الأسواق المالية تحتّل مركزا حيويا في معظم دول العالم وخاصة في ظل النظم الإقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال .

والجزائر كبلد مقبل على تغيير جذري لنوعية النظام السائد ، والمرور إلى مرحلة إقتصاد السوق يحتاج بدون شك إلى مثل هذه المؤسسة المالية الهامة لمدّ الصناعة والإستثمار بـرؤوس الأموال المدّخرة وإلى تنظيم تشريعي يبعث ثقة الجمهور بهذه المؤسسة لدفعه إلى التعامل معها وتنشيط حركتها .
إنّ إقامة هذه السوق أصبحت ضرورة حتمية خاصة بعد إنسحاب الخزينة العمومية من عملية تمويل الإستثمارات الإنتاجية إلى جانب عدم قدرة البنوك التجارية على مواجهة الإحتياجات التمويلية الضخمة للمؤسسات والدولة .
هذا ويندرج إنشاء السوق المالية الجزائرية في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها عام ١٩٨٧ ودخلت حيّز التطبيق عام ١٩٨٨[1] والتي تهدف إلى التخلي عن النظام المركزي الذي أدّى بعد سنوات عدّة من تطبيقه إلى إختلالات مالية وأوجه كثيرة من اللاتوازن الإقتصادي والإجتماعي خاصة مع تدهور أسعار البترول عام ١٩٨٦ .

إنّ الحاجة الماسة لإنشاء مثل هذه السوق تجد تفسيرها من خلال البحث عن ميكنيزمات تمويل عصرية ، لا يمكن أن تتوّفر إلاّ عبر إقامة وتطوير سوق مالية تسمح بتحقيق غايات التنمية الشاملة بما توّفره من تمويل طويل الأجل لمختلف المشاريع الإستثمارية وكذا تغطية عجز الميزانية للدولة وذلك من خلال ما توّفره السوق الأوّلية من أموال من جهة ، ومن جهة أخرى فإنّ السوق الأولية لا يمكنها أن تحقق هذا الهدف على أكمل وجه إلاّ إذا توّفرت سوق ثانوية تتسّم بالفعالية والكفاءة اللازمة .

---

(١) قامت الحكومة الجزائرية بإتخاذ قرار إنشاء السوق المالية في شهر أكتوبر عام ١٩٩٠ من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة المكوّنة من الوزراء .

وقد بدأت الدولة بالتركيز على إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية بإصدار النصوص التشريعية لسنة ١٩٩٣ المتعلقة ببورصة القيم المنقولة وما تبع ذلك من إجراءات وقواعد منظمة للعمل داخل هذه السوق .

وفي هذا السياق فقد تمّ تشكيل مختلف الهيآت العاملة بالبورصة ولا سيما الوسطاء في العمليات البورصية الذين يلعبون دورا أساسيا في تجميع المدّخرات وتوجيهها إلى مجالات الإستثمار المختلفة .

تعتبر شركات الوساطة هذه ذات أمر حيوي بالنسبة لنشاط ورفاهية الأسواق المالية ، إذ تشكل حلقة وصل بين طالبي وعارضي الأوراق المالية ، إضافة إلى عدد هائل من الخدمات التي تقدمّها لمختلف المتعاملين بالأوراق المالية والتي تزداد توّسعا وتعقيدا كلما زاد تطوّر آليات السوق المالية ، نوعية الأدوات المتداولة فيها وإرتفاع درجة المخاطر التي تتطلب تقنيات دقيقة للتغطية والترجيح .

يعني أن المؤسسات الوساطة بالعمليات البورصية تعمل على تقديم خدمات أساسية في خلق السوق الثانوي للأوراق المالية والعمل على تحسين تدّفق المعلومات بين مختلف المتعاملين في الأسواق المالية إلى جانب الدعم الأساسي الذي تقدّمه على مستوى السوق الأولية سواء فيما يتعلق بالمؤسسات المصدرة وتوزيع إصداراتها من الأوراق المالية أو فيما يخّص علاقاتها مع مختلف المتدّخلين والمتعاملين على هذا المستوى.

يمارس الوسطاء في العمليات البورصية نوعا من الوظيفة الرسمية من خلال تدخلاتهم سواءا على مستوى السوق الأوّلية أو السوق الثانوية ، ولما كان البائعون المشترون لا يستطيعون مراقبة العمليات الجارية بأنفسهم ، كان من الضروري حماية مصالحهم ووضع القواعد اللازمة لممارسة هذه المهنة .

إشكالية البحث

في إطار ما ذكر أعلاه فقد تمّ تناول الموضوع على أساس وضع بعض الفرضيات التي يمكن صياغتها كالتالي :

- تعكس بورصات الأوراق المالية الوجه الحضاري الحديث للإقتصاديات القومية والدولية .
- التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال على المدى الطويل يكون ممكنا بوجود البورصة التي تعتبر أداة فعّالة في تمويل الإقتصاد .
- يعتبر الوسطاء في العمليات البورصية حلقة الوصل والمقر الأساسي والضروري لالتقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال على المدى الطويل .
- تقتضي المرحلة الإنتقالية للإقتصاد الجزائري مع المرور إلى إقتصاد السوق وجود سوق مالية فعّالة تضمن توفير الأموال اللازمة للتنمية الإقتصادية .

- يمكن للسوق المالية الجزائرية أن تحقق الأهداف المنوطة لها شريطة توفير جملة من الإصلاحات والحوافز التي تساعد على توفير المحيط الإقتصادي والإجتماعي الملائم .

في هذا المقام ، فإنّ إشكالية البحث تمّ صياغتها على شكل الأسئلة التالية التي نحاول الإجابة عليها من خلال دراستنا :

١. تعتبر البورصة أحد الركائز الأساسية للرخاء والتطوّر الإقتصادي في الاقتصاديات المتفتحة ، فما هي مكانتها ودورها ، وما مدى تأثيرها على الحياة الإقتصادية والمالية للبلد ؟
٢. تلجأ المؤسسات من أجل مواجهة إحتياجات تمويلها ، أو إستخدام فوائضها إلى عدّة مصادر ، فما هي علاقتها بالبورصة في هذا الإطار ، وما هي الجوانب الإيجابية والسلبية لهذه العلاقة ؟
٣. من هم الوسطاء في العمليات البورصية ، ما هو دورهم على كل مستوى من مستويي السوق المالية وما هي الفائدة من اللجوء إليهم ؟
٤. ما هي الظروف المحتّمة لإنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ، وما هي النتائج المتوصل إليها في هذا الميدان ؟
٥. ما هي الإجراءات المتخذة لإنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر ، وما هي النتائج المتوصل إليها حاليا في هذا الميدان ؟

أسباب إختيار الموضوع

يعود إختيارنا لهذا الموضوع إلى عوامل شخصية وأخرى موضوعية تنحصر فيما يلي :

- تعّد المواضيع المتعلقة بالبورصة حدث الساحة الإقتصادية والمالية ، لما تكتسبه هذه السوق من مكانة وأهمية على المستوى العالمي .
- تمّ مؤخرا إنشاء بورصة الجزائر ، فمن المهّم الإطلاع ومتابعة ظروف إنشاء هذه السوق ومختلف النتائج المتوّصل إليها .
- التعامل بالأوراق المالية حديث العهد بالجزائر وغير معروف لدى أغلبية الجمهور .
- باعتباري من أحد المكوّنين كوسيط في العمليات البورصية رأيت أنّه من المهم أن أنقل ما إكتسبته من معلومات وخبرة ضئيلة في هذا الميدان عن واقع البورصة مع التركيز على حالة الجزائر .

منهجية البحث

للإجابة على إشكالية البحث وإختيار صحة الفرضيات المصاغة تمّ إتباع المنهج الوصفي التحليلي ، وعليه فقد قسّمنا البحث إلى ثلاثة أبواب رئيسية :

- يتناول الباب الأول آلية ونشاط البورصة بصفة عامة حيث قسّم هذا الباب بدوره إلى ثلاث فصول :
  - نتعرض في الفصل الأول إلى ماهية نشأة وتطوّر البورصة مع التركيز على أهمّ الأزمات المالية الهيآت المتدخلة في صيرورة أعمال البورصة .
  - أما الفصل الثاني فيختصّ بدراسة أهمّ الأوراق المالية المتداولة في البورصة ، كيفية تحديد أسعارها ومختلف العوامل المؤثرة في هذه الأسعار ، إضافة إلى هيآت التوظيف الجماعي التي أخذت في العشرية الأخيرة تحتل مكانة هامة في ميدان الأسواق المالية .
  - ينتهي هذا الباب بالتطرّق إلى أهمية البورصة وعلاقتها بالمؤسسة ومن تمّ تبيان كيفية دخول المؤسسات إلى البورصة .

- ونظرا للدور الفعال الذي يلعبه الوسطاء في العمليات البورصية في مجال التعامل بالأوراق المالية والذي يشكل عمودا هاما من أعمدة دراستنا ، فإنّ الباب الثاني من هذا البحث إختصّ في فصوله الثلاثة بدراسة أهمّ جوانب هذه المهنة حيث :
  - يتمّ التطرّق في الفصل الأول إلى أهمية ونوعية الأنشطة المعتمدة من طرف الوسيط في العمليات البورصية وماهية مختلف المؤسسات المرّخصة بممارسة نشاط الوساطة مع تبيان أهمية هذا النشاط ومختلف القواعد والأدبيات التي تحكم سيره .
  - في حين يهتّم الفصل الثاني بإيضاح الهيكلة العامة لمؤسسات الوساطة ومختلف العلاقات القائمة بينها والمتعاملين معها مع التركيز على مجمل جوانب هذه العلاقة ، المشاكل المنبثقة عنها والحلول المتبناة في هذا الصدد .
  - وفي ختام هذا الباب نتعرّض لدراسة وتحليل أهّم وظيفة من وظائف الوسطاء في العمليات البورصية والمتمثلة في تسيير حوافظ الأوراق المالية .

- بعد إنهاء البابين الأوّل والثاني اللذين يبينان أهمية البورصة في دفع العجلة الإقتصادية من جهة والدور الفعال والجوهري الذي يقوم به الوسطاء في العمليات البورصية من جهة أخرى ، فإننا نخصص الباب الثالث إلى دراسة حالة الجزائر ومختلف النتائج المتوّصل إليها في هذا المجال ، حيث قسّم هذا الباب إلى أربعة فصول :

- يتّم التطرق في الفصل الأوّل منه إلى ظروف ومراحل إنشاء بورصة الجزائر مشيرين بذلك إلى أهّم هيآت الرقابة والتنظيم المشكلة في هذا الإطار .
- كما يتمّ التعرّض في الفصل الثاني إلى شروط إعتماد وأهّم الوظائف التي يقوم بها الوسطاء في العمليات البورصية .
  وتتم التفرقة في هذا المضمون بين وسيطين هامين على مستوى البورصة وهما الوسطاء في العمليات البورصية و هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي تعتبر هي أيضا كوسيط على مستوى البورصة لكن بشكل يختلف عن الوسيط الأوّل .
- أمّا في الفصل الثالث فنتناول ماهية وأشكال القيم المنقولة التي يصرّح القانون الجزائري بتداولها مركزين بذلك على شروط التسعير بالبورصة وأهّم مراحل التحضير لهذه العملية .
- يختم هذا الباب ومعه الرسالة بسرد مفصّل لأهّم ما تّم إنجازه ببورصة الجزائر إلى غاية الآن ومختلف العراقيل التي يواجهها السير الفعّال لهذه المؤسسة مع اقتراح جملة من المقاييس التي نراها ضرورية لتطوير هذه البورصة وتحقيق الأهداف المرجوة من خلال إنشاءها .

الباب الأول: آلية و نشاط الأسواق المالية

تعكس بورصات الأوراق المالية الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها . وذلك من خلال الدور الأساسي الذي تقوم به والذي يتلخص في تعبئة المدخرات ثم إعادة استثمارها وتوجيهها إلى مختلف أوجه الأنشطة .
وقد ارتبط تطور وبروز مكانة البورصات ، بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ، مما أدى إلى ضرورة إصدار المزيد من الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق من حيث الحجم والنوع بما يتوافق مع احتياجات المتعاملين بها .

في هذا الإطار فإننا سنتناول في هذا الباب دراسة وتحليل ماهية وأهمية الأسواق المالية ، ثم التعرف على سمات وأنواع هذه الأوراق ، كيفية تسعيرها بالبورصة وأسباب الطلب عليها .

ولتحقيق تطلعات مختلف جوانب هذا الباب ، ارتأينا تقسيمه إلى ثلاث فصول أساسية :

- ماهية الأسواق المالية وآلية تسييرها .
- الأوراق المالية المتداولة في البورصة .
- أهمية البورصة وعلاقتها بالمؤسسة .

الفصل الأول: ماهية الأسواق المالية وآلية تسييرها.

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدام سميث[١] التي تقوم على فكرة تقسيم العمل التي تستوجب كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج الذي يستدعي نوع من التخصص تبعا للمزايا النسبية .

في هذا الصدد تنطبق العلاقة القائمة بين تقسيم العمل ، حجم السوق وحجم الإنتاج على التطورات المالية عامة وحجم التعامل بالأوراق المالية خاصة ، والتي ألحت على ضرورة قيام سوق متخصصة للأوراق المالية .

وبهذا فإن تسمية الأوراق المالية اشتقت من مفهوم السوق بصفة عامة والأداة المتعامل بها في هذه السوق ألا وهي الأوراق المالية .

لقد بدأ التعامل بالأوراق المالية في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كوول ستريت Wall Street ، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة سميت ببورصات الأوراق المالية . وقد تمثلت أول بناية في بورصة أنفرس Anvers عام ١٤٦٠ ، تلتها عدة بنايات من بينها بورصة فرنسا عام ١٧٢٤ وبورصة أمريكا (Wall Street) عام ١٨٢١ .

وقد شهدت البورصة منذ نشأتها أنواعا عديدة ابتداء ببورصة الذهب والمعادن ثم بورصة البضائع إلى بورصة الأوراق المالية التي زادت تطورا وتعقيدا مع زيادة حجم المعاملات والتطورات المالية .

المبحث الأول: نشأة و تطور البورصة

تعد البورصة من أقدم المنشآت التي ظهرت بظهور أدنى التعاملات بين الأشخاص قصد تبادل السلع والخدمات عن طريق المقايضة والنقود المعدنية .

وقد أدى التطور الكبير للأنشطة الاقتصادية وتوسع حجم المشاريع إلى الحاجة الماسة إلى تجنيد ورصد أموال ضخمة ، مما ساعد في تطوير وبروز البورصة التي أصبحت حاليا تحتل مكانة هامة على مستوى الساحة الاقتصادية و المالية .

المطلب الأول: التطور التاريخي للبورصة

إن إنشاء البورصة ليس حديث العهد , إنما يعود وجودها إلى العهد الروماني , حيث تولت الطبقة البورجوازية المالية حق تجميع الضرائب , من أجل مواجهة تكاليف البناءات و التجميلا ت التي كانت تقام في روسيا , وكذا تكاليف شراء الأدوات الحربية , فتكونت بذ لك بعض الشركات التي كلفت بمهمة تجميع الأموال الضرورية للقيام بمهمتها(1).

كما تمّ في هذا العهد إقامة سوق خاصة تدعى Colegia Mercatorium(2) , يتردد عليها كبار التجار الصيارفة لتسوية صفقاتهم الخاصة بتبادل بعض المعادن النفيسة مقابل النقود.

و رغم تداول مثل هذه العمليات ، إلا أن مصطلح البورصة لم يبرز في هذا العهد ، و ظهرت أوّل البورصات في القرن السادس عشر ابتداء ببورصة أنفرس (عام1460)(٣) ، ثم بورصة ليون(عام١٥٩٥) فبورصة تولوز (عام١٩٤٩)، وبورصة باريس (عام١٥٦٣) و روما (عام ١٥٦٦)(٤).

يقال أن كلمة <<البورصة>> مشتقة من إسم أحد الصارفة لمدينة بروج البلجيكية ،الذي كان يدعى Vander Burse ، حيث كان تجار المدينة يجتمعون في قصره للتجارة في النقود.

---

(1)<<Vade Mecun de la finance>> S. A. Boukrami p-14 - 1992

(2)<< La bourse>> G.Vidalenche p-10 - 1990

(3) <<البورصة .بورصة الجزائر.>> شمعون شمعون ص-٨-

(4) << Vade Mecum de la finance>> S.A. Boukrami p-14 - 1992

و بدأ تطور هذه البورصة تدريجيا تبعا للتطور الاقتصادي و زيادة التراكم المالي،إلى أن إنتشرت في القرن الثامن عشر إلى كامل البلدان الأوروبية ، حيث فازت بورصة آمستردام(هولندا) بشهرة كبيرة في هذه الفترة ، نظرا لقوة الفلورون ، و كفاءة التنظيم المصرفي آنذاك.

و قد شهدت البورصة منذ نشأتها أنواعا عديدة ، إبتداءا ببورصة الذهب والمعادن النفيسة ، فبورصة البضائع في القرن السابع عشر التي عرفت تطور كبير في القرن التاسع عشر ، مع ظهور بورصة Liver pool للقطن (عام١٨٤٢) ، بورصة للقمح (عام1842) التي تبعتها إنشاء بورصة أخرى للقطن بنيويورك (عام١٨٦٨)(1).

أما بورصة القيم المنقولة فقد ظهرت هي أيضا في القرن الثامن عشر مع بداية الثورة الصناعية , و قد كانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية , التي إعتبرت أحد أهم العوامل المساعدة على تراكم رؤوس الأموال(2).

و قد بقي دور بورصة الأوراق المالية محدودا إلى غاية منتصف الستينات من القرن التاسع عشر ، حيث كان التعامل في بداية الأمر محصورا فقط في سندات القرض العامة . لكن مع إنشاء شركات المساهمة و تطورها ، إزدادت الحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة لتغطية تكاليف الإستثمارات على المدى الطويل ، و من ثمّ تزايدت إصدارات الأوراق النقدية من الأسهم و السندات ، و لعبت بذلك بورصة القيم المنقولة دورا هاما في تعبئة الإدخار و توفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الإستثمارية ، و تأمين مختلف الفعاليات الإقتصادية الخاصة و الحكومية.

ويمكن تلخيص أهم المراحل التي مرت بها فكرة الأسواق المالية فيما يلي :

- **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بارتفاع المستوى المعيشي ومن تم ارتفاع نسبة الادخار التي وجهت إلى الاستثمار في المشروعات الصناعية ، التجارية والعقارية التي أخذت تتسع شيئا فشيئا إلى أن أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال ضخمة يعجز الفرد عن تمويلها ، مما أدى به إلى اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما يترتب عن هذه العملية(٣) .
- **المرحلة الثانية :** برز في هذه المرحلة ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية من حيث حجم وكيفيات التعامل . فقد اكتفت البنوك التجارية بالقيام بعملها التقليدي المرتبط بخصم الأوراق التجارية وتقديم الإئتمان . أما فيما يخص منح القروض فقد حددت من طرف البنك المركزي رغم الطلب الكبير عليها

(1)<<Vade Mecum de la finance>> S.A .Boukrami p- 15 - 1992

(٢) الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) مروان عطون ص-٢١٦ – ١٩٩٣

(٣) تكاليف العملية .

- **المرحلة الثالثة:** ظهرت بنوك متخصصة في الاقتراض المتوسط والطويل الأجل ، تقوم بإصدار سندات المتوسطة وطويلة الأجل ، كما قامت البنوك المركزية في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزانة[١]
- **المرحلة الرابعة:** تم في هذه المرحلة إنشاء الأسواق النقدية ، إلى جانب حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
- **المرحلة الخامسة:** تميزت باندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية بظهور بورصات الأوراق المالية التي تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل .

المطلب الثاني: تعريف البورصة

يمكن إعطاء مصطلح <<البورصة>> تعاريف متعددة نذكر من أهمها:

البورصة هي سوق منظمة ، يتّم فيها مفاوضة القيم المنقولة كالأسهم و السندات[٢] ، أو السلع الصناعية و المحاصيل الزراعية . فهي بذلك تعتبر مقرا لتجميع الأموال و توجيهها إلى مختلف الأنشطة الإقتصادية و مجالات الإستثمار التي تحتاج إلى رؤوس أموال ، و ذلك بغية تطوير الإقتصاد الوطني .

البورصة هي السوق التي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه ، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة ، واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة[٣] .

كما يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها السوق التي يتم فيها قيد وتداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقا لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم

وهكذا يمكن القول أن عناصر بورصة الأوراق المالية تتمثل في [٤] :

- الأوراق المالية : وتمثل السلعة أو البضاعة المتداولة في السوق.

---

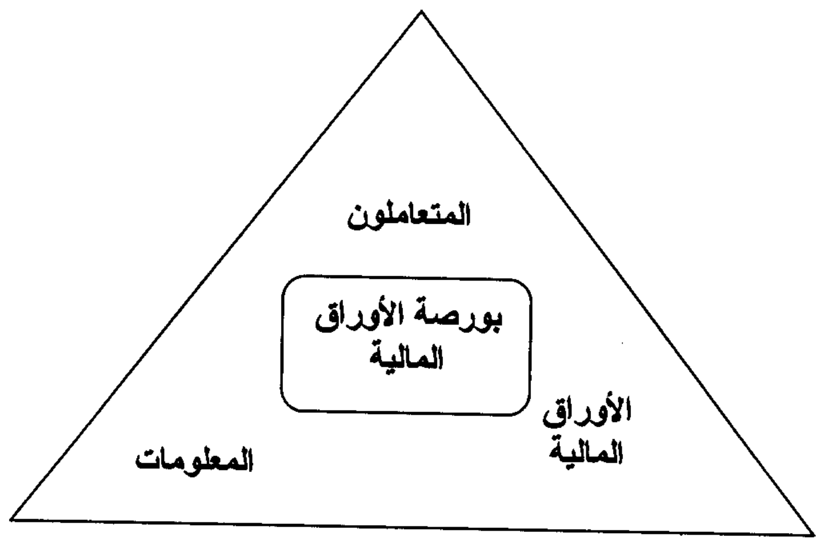
(١) الأسواق المالية : مفاهيم وتطبيقات حسني علي خربوش ص-١٥- ١٩٩٨

(2) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au canada
Institut canadien des valeurs mobilières p-1-10- 1997

(٣) الأسواق المالية : مفاهيم وتطبيقات حسني علي خربوش عبد المعطي رضا أرشيد ص-١٦- ١٩٩٨

(٤) << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >> طارق عبد العال حماد ص-١٩- ١٩٩٨

- المتعاملون : وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيآت والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية .
- المعلومات : وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الإحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين .



كما جاء في تعريف آخر :

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ، ويطلق عليه مصطلح البورصات[1] .

(١) << أسواق المال (أسواق – رأس المال – المؤسسات)>> رسمية قرياقض ص-٨٤- ١٩٩٩

المبحث الثاني: أهم أنواع البورصات وتوزيعها

لقد أدى تطور الإقتصاد الرأسمالي و إتساع مجال التجارة والتداول إلى ظهور و ازدهار ما يسمى بالبورصة ، التي إتخذت منذ نشأتها عدة أشكال حسب السلعة موضوع التعامل ، كما زادت انتشارا عبر العالم حتى أصبحت قائمة في تقريبا جميع بلدان العالم ذات الاقتصاديات الرأسمالية .

المطلب الأول: أهم أنواع البورصات

و يمكن حصر أهم أنواع البورصات فيما يلي :

- بورصة الذهب .
- بورصة العملات .
- بورصة البضائع .
- بورصة الأوراق المالية .

١- بورصة الذهب

هي سوق منظمة يتم فيها التفاوض على معدن الذهب ، إذ تخضع لرقابة الغرفة النقابية لأعوان الصرف[١].

لا يجوز الدخول إلى بورصة الذهب إلا لأعوان الصرف ، أو الهيئات المكلفة بهذه العملية و التي تخول لها مهمة المفاوضة ، حيث يتحدد السعر وفقا لقانون العرض و الطلب ، بطريقة المناداة و يسجل السعر يوميا في التسعيرة الرسمية.

و يتخذ الذهب محل التفاوض عدة أشكال نذكر منها:

- السبائك الذهبية .
- اللبوسات .
- القطع الذهبية ، مثل النابليون .

(1) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilieres au Canada>> ICVM P-1-17- 1997

٢- بورصة العملات:

يتم التفاوض في هذه البورصة حول أسعار صرف العملات الأجنبية ، وهي تخضع لرقابة الغرفة النقابية و البنك المركزي [1].
إن الدخول إلى هذه البورصة مخصص فقط إلى الوسطاء المتخصصين ، كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي .
تتم عملية التسعير هنا بطريقتي المناداة و المقابلة [٢]، و يتحدد السعر هنا أيضا طبقا لقانون العرض و الطلب ، حيث تنشر على إثرها أسعار الصرف الجارية على كشف التسعيرة الرسمية التي تبين : سعر التوازن ، أدنى و أعلى أسعار اليوم ، و كذا آخر سعر للجلسة السابقة و هذا بالنسبة لكل عملة محل التفاوض.

٣- بورصة البضائع:

<< هي سوق منظمة تتمركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بمنتوجات طبيعية ذات الإستهلاك الكبير >> [٣].
تلعب هذه البورصة دورا فعالا في حيوية و نشاط الحياة الإقتصادية لأي بلد ، و هي خاصة ببعض البضائع ذات الإستهلاك الواسع ، كالقمح و القطن و التي تتوفر على بعض الشروط مثل :

- القدرة على التخزين .
- أن تكون منتجات طبيعية .
- أن يكون الطلب عليها واسع.

وما يمكن الإشارة إليه هنا هو أن التعامل في مثل هذه البورصة يتم بطريقتين أساسيتين :
- عاجلا : وتسمى بورصة السلع الحاضرة .
- آجلا : وتسمى بورصة العقود .

(1) << la bourse et ses acteurs >> A.H.Mirat p-94- 1977
(٢) أنظر ص- ٤٣ - من هذه الرسالة
(٣) البورصة - بورصة الجزائر - شمعون شمعون ص-١٠١- ١٩٩٣

٤- بورصة الأوراق المالية :

لقد أدى التطور الإقتصادي ، و التحولات الهامة في العلاقات الإنتاجية إلى ظهور مؤسسات و مشاريع كبيرة و هامة ، تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لتأمين نشاطها و فعاليتها الإقتصادية .
و أمام هذه الوضعية بدت الحاجة ملحة للبحث عن وسيلة ، يتم من خلالها تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مثل هذه المشاريع ، فظهرت الأوراق المالية كالأسهم و السندات التي بواسطتها أمكن للقائمين على تلك المشاريع ، سواء منها الدولة أو الخواص من الحصول على الأموال الضرورية لسير أعمالها.
و لقد أدى تهافت الجمهور على مثل هذه الأوراق إلى إنشاء سوق منظمة للأوراق المالية ، بهدف تنظيم و تسيير عملية تداول هذه الأوراق
يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية ، بأنها سوق منظمة ذات وجود مادي ، يجري التعامل فيها على أساس القيم المنقولة و المتمثلة في الأسهم و السندات التي تصدرها الشركات و الدول (١).
و نظرا أن موضوع بحثنا يهتم بدراسة هذه السوق ، فإننا سنتطرق فيما بعد إلى شرح مفصل للأدوات المتداولة في هذه السوق ، و كيفية التعامل فيها.

المطلب الثاني: المراكز المالية العالمية

إن تطور اقتصاديات و صناعات الدول المتقدمة خاصة ، و بعض الدول الأخرى أدى إلى تطور و تنمية جهاز البورصات التي سمحت بتداول عدد كبير من الأسهم و السندات . و نظرا للدور الفعال الذي يلعبه هذا الجهاز للنهوض بالبلاد إقتصاديا ، تزايد عدد البورصات من بلد لأخر ، إذ أصبح يقارب حوالي (٢٠٠) بورصة عالميا ، موزعة على أكثر من (٦٠) بلدا(٢) ، مع الإشارة إلى أن معظم الدول المتقدمة إن لم نقل جميعها تكتسب بورصة واحدة(٣) على الأقل .
تعتبر السوق العالمية لنيويورك(New york) من أكبر أسواق العالم ، وهي تأثر بذلك تأثيرا كبيرا على الأسواق الأخرى في العالم.
يبين الجدول التالي (جدول ١) ، ترتيب لأهم بورصات العالم من حيث تداول الأسهم .

---

(١) البورصة - بورصة الجزائر - شمعون شمعون ص-١٠- ١٩٩٣
(2)<<Le cour sur le commerce des valeurs mobilieres au Canada>> Institut canadien des valeurs mobileres p-117- 1997
(٣) في غالب الأحيان هناك عدة بورصات.

الجدول-١-
العشرين بورصة الأكثر نشاطا في العالم من حيث حجم العمليات على الأسهم
(بالمليون دولار أمريكي)

القيمة السوقية للأسهم		حجم العمليات على الأسهم		المدن
١٩٩٤($)	١٩٩٣($)	١٩٩٤($)	١٩٩٣($)	
4.164.759,90	4.220.974,30	1.270.365,50	2.283.389,60	Newyork نيويورك
1.118.771,50	1.188.554,10	538.597,50	857.330,90	Londres لندن
3.851.728,40	2.906.298,70	502.981,90	792.976,70	Tokyo طوكيو
464.626,70	460.753,60	362.022,10	594.943,10	Allemagne المانيا
208.961,70	193.251,50	324.389,00	352.624,40	Taiwan تايوان
276.254,90	270.879,10	136.644,00	209.884,50	Suisse سويسرا
159.445,30	139.583,90	132.286,80	211.968,40	Coree كوريا
434.822,90	455.484,60	108.130,20	171.780,10	paris باريس
3.219.684,60		95.165,30	131.998,80	Osaka أوساكا
184.341,50	144.045,00	84.946,40	66.035,70	Italie ايطاليا
289.884,70	385.042,70	75.387,80	132.286,60	Hong Kong هونكنغ
300.859,40	325.246,80	70.462,20	110.634,30	Toronto تورونتو
173.838,60	٢١٩,٧٥٨,70	54.195,50	145.528,80	Kaula Lumpur
209.590,50	199.891,40	50.425,30	67.791,80	Australie أستراليا
174.324,40	200.865,20	47.122,60	63.733,10	Mexico مكسيكا
201.375,10	182.628,50	47.013,10	67.019,70	Amesterdam
41.390,40	44.055,10	46.180,90	49.690,30	Buenos-Aires
112.014,90	127.473,70	41.314,10	83.529,40	Thailande تايلندا
129.844,60	132.677,80	40.714,70	83.529,40	Singapour
103.532,40	106.968,00	38.864,90	42.753,40	Stockholm

المصدر

<<Cours sur le commerce des valeurs mobilieres au Canada
ICVM p-1.18- 199

وفي فيما يلي سنستعرض خصائص وأهمية البورصات الأكثر نشاطا في العالم.

١- بورصة نيويورك:

تحتل بورصة نيويورك حاليا أول مكانة مقارنة ببورصات العالم الأخرى، و ذلك راجع إلى الإمكانيات الإقتصادية الفائقة للولايات المتحدة الأمريكية ، الحجم الكبير لتراكم رأس المال ، و الوضع المتميّز للدولار الأمريكي في النظام النقدي الدولي[١].

لقد ظهرت بورصة نيويورك بعد الحرب العالمية الثانية ، حيث تمّ إصدار أول قرض سندي بمبلغ (٥٥) مليون دولار.

و يصل عدد بورصات الأوراق المالية حاليا بالولايات المتحدة الأمريكية إلى تسعة عشر(١٩) بورصة ، من بينها بورصة وول ستريت بنيويورك Newyork stock exchange و بورصة أمريكا America stock exchange

وتشير الإحصائيات إلى أنه تمّ إصدار سندات أجنبية بنيويورك بقيمة(5,7) مليار دولار ، وذلك حتى منتصف الستينات . وفي عام ١٩٦٢ وصل إجمالي السندات إلى رقم قياسي وهو(١١٤٦) مليون دولار.[٢]

لكن ابتداء من سنة (١٩٦٣) ، شهدت بورصة نيويورك تراجعا كبيرا ، نتيجة لفرض الضريبة الخاصة ، مما أدىّ بالبنوك الأمريكية إلى توسيع شبكة تقديم القروض القصيرة والمتوسطة الأجل . و رغم إلغاء هذه الضريبة (عام١٩٧٤)، إلا أن هذه البورصة لم تتمكن من إستعادة أهميتها و فعاليتها ، بالقدر الذي كانت عليه سابقا ، و مع ذلك تمكنت من الحفاظ على مكانتها العالمية .

كما تشهد نيويورك أهمية كبيرة للأسواق المعروفة بخارج المقصورة Les marchés hors cote والتي تشتهر بدور بارز في تطوير رأس مال المخاطرة[٣]

٢- بورصة لندن :

تمكنت بورصة لندن من البروز ، وإحتلال مكانة هامة منذ بداية القرن التاسع عشر ، خلفا لبورصة آمستردام ، و أخذ تطورها و شهرتها يزداد مع نهاية هذا القرن و بداية القرن العشرين ، إلى أن تمكنت من إحتلال المرتبة الثانية بعد بورصة نيويورك .

---

(١)<<الأسواق النقدية و المالية >> الجزء١ مروان عطون ص-٣٠٥- ١٩٩٣

(2) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p-1-28- 1997

(٣) <<الأسواق والمؤسسات المالية - البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار - عبد الغفار حنفي – رسمية قرياقص ص-٤٣٨- ١٩٩٧

وتعود أهميـة بورصـة لنـدن إلـى تـاريخ اقتصـادي حـافل هـو تـاريخ إنجلترا التـي كـانت القـوة التجاريـة والصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع ، تاريخ تبعه سوق مالي كان قـادرا علـى مواجهـة متطلبـات مشروعات تلك القوة العظمى(١) .

و يجدر الإشارة هنا إلى أن بورصة لندن تفوق كل بورصات العالم ، بما فيها بورصة نيويورك من حيـث حجم التعامل بالسندات ، أمّا فيما يخص التعامل بالأسهم فإنها تحتل المركز الثالث بعد بورصتي نيويـورك و طوكيو .

أما فيما يخص الأوراق المالية المتعامل بها في هذه البورصـة ، فإنّـها تتجـاوز عشـر ألاف نـوع ، حوالـي ٤٠% منها أجنبية.

و مع بداية السبعينات ظهر جليا التناقص الكبير لأهمية السوق المالي بلندن ، و الذي يعود إلى عدة أسباب من بينها : تشديد المنافسة ، و التطور الكبير الذي عرفته المراكز المالية الأخرى خاصة منها نيويـورك و طوكيو . إلا أن هذا الوضع لم يدم طويلا ، إذ تسنت للنـدن إمكانيـة إكتسـاب أهميتـها مـن جديـد مـع مطلـع الثمنينات ، خاصة فيما يخص تنظيم إصدار السندات الذي شهد تطـورا محسوسـا ، و ذلـك بفضـل تطويـر الأساليب المتعلقة بتخفيض التكاليف و اقتصاد الوقت .

و قد تـم تنظيـم(١٩٣) إصـدار للسـندات بقيمـة(29,89) مليـار دولار لسـنة(١٩٨٨)، و(٨٧)إصـدار سـنة (١٩٨٩) بقيمة(14,14) مليار دولار(٢).

٣- بورصة طوكيو:

تعد هذه البورصة من أشهر و أكبر بورصات اليابان ، و تعود إنطـلا قتـها كمركـز مـالي إلـى سـنة (١٩٧٠)، حيث تمّ إصدار أول قرض ياباني بالعملة اليابانية.

لقد شهدت الفترة الممتدة ما بين ١٩٨٤-١٩٨٥ ، ظهور اليان الياباني كعملة قوية لإصدار السندات ، حيث ارتفعت قيمة هذه الإصدارات من (٦)إلى(١١) مليار دولار خلال هذه الفترة .

يطلق على بورصة طوكيو << كلبوتوشو >> ، وتتجاوز قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبيـة مجتمعة(٣).

---

(١) << الأسواق والمؤسسات المالية - البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار – عبد الغفار حنفي - رسمية قرياقص - ص-٤٣٩- ١٩٩٧

(٢) << الأسواق النقدية و المالية >> مروان عطون ص - ٣٣٥ – الجزء الأول ١٩٩٣

(٣) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص -٣٦- ١٩٩٩

٤- **بورصة باريس:**

تشكل بورصة باريس أحد أهم البورصات في العالم ، بعد كل من بورصات نيويورك ، لندن و طوكيو . وهي تعّد من أشهر الأسواق المالية بفرنسا ، وأكبرها من حيث حجم المعاملات.

ومن أبرز مظاهر تحديث البورصة بفرنسا والتي انطلقت إبتداءا من سنة ١٩٨٤ ما يلي :

- إنهاء تجسيد الأوراق المالية في نوفمبر١٩٨٤ matérialisation des titres
- إدخال أذونات الخزينة في جانفي ١٩٨٦ .
- إنشاء السوق الدولية الآجلة لفرنسا في فيفري ١٩٨٦ .

Le marché a terme international de France << MATIF >>

- وضع نظام التسعيرة المستمرة(CAC) في مارس ١٩٨٧

Système de cotation assisté en continu

- إنشاء سوق الخيارات بباريس في سبتمبر ١٩٨٧

Marché des options négociables de paris (MONEP)

- وضع نظام دفع - تسليم << RELIT >> في أكتوبر ١٩٩٠ .

المطلب الثالث: الأزمات المالية الكبرى

بالرغم من الدور الفعّال والمتعاظم الذي تلعبه البورصة على المستوى الكلي و الجزئي ، و رغم المزايا التي تقدّمها للمستثمرين و طالبي رؤوس الأموال ، مؤمّنة بذلك السيولة المالية الضرورية للحياة الإقتصادية ، إلا أنّ هذه السوق لا تخلو من بعض الأخطار، التي قد تأثر تأثيرا قويا على توضيف رؤوس الأموال , و بالتالي حدوث انهيارات مالية تتسم بالدورية وتتجسد في انخفاض أسعار الأسهم في كبريات البورصات العالمية .

لقد شهدت الأسواق المالية الدولية سلسلة متواصلة من الأزمات من أهمها أزمة (١٩٢٩-١٩٣٣) ، مرورا بأزمات(١٩٦٧،١٩٧٣،١٩٨١،١٩٨٧،١٩٨٩) ، و بالتأكيد لن تكون أزمة(١٩٨٩) آخرها(1) .

و بصفة عامة يمكن القول أن هذه الأزمات الدورية ليست إلا مراحل متعددة لأزمة واحدة ، واكبت التطور الهائل لنشاط هذه السوق و ضخامة حجم عملياتها .

ونظرا لعدم إمكانية التطرق لكل هذه الأزمات ، فإننا اخترنا الإشارة لأسباب و نتائج أهم و أشهر هذه الإنهيارات.

---

(١) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص-٣٦- ١٩٩٩

١- أزمة الخميس الأسود لسنة 1929

بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية ، عادت معظم الدول إلى إستخدام نظام قاعدة الصرف بالذهب ، حيث ساد العالم بعد ذلك فترة رواج وإنتعاش ، تميزت بارتفاع حجم الإستثمارات و زيادة المبادلات التجارية وقد إنعكست هذه الوضعية على أسعار الأوراق المالية في جميع بورصات العالم ، حيث بدأت هذه الأسعار ترتفع بشكل مستمّر ، خاصة ببورصة. وول ستريت ، أين كان هذا الإرتفاع متزايد بشكل محسوس من سنة لأخرى ، إلى أن بلغ أقصاه سنة(١٩٢٩) ، متى سجّل مؤشر داوجونز إرتفاعا كبيرا ، حيث انتقل إلى ٣٨١ نقطة بتاريخ ١٩٢٩/٠٩/٠٣ ؛ إلا أن هذا الإرتفاع لم يكن يعبرعن إرتفاع حقيقي لأرباح المؤسسات إنما كان فقط نتيجة لتهافت المدخرين على إستثمار أموالهم في عمليات المضاربة . وقد زرزع هذا الإرتفاع الطارئ شكوك الخبراء و البنوك ، التي قامت بتقليل منح القروض ، و محاولة إسترجاع أموالها المقرضة .

نتيجة لهذه الوضعية ، و إضافة إلى الكساد الذي حلّ بالصناعات الأمريكية والبريطانية خاصة ،أصيبت الأسواق المالية بأزمة، تسببت في زعزعة الإستقرار النسبي للنظام الرأسمالي بأكمله ، مما أدّى بالمستثمرين إلى تحمل خسارة تقدر بحوالي ٣ بليون دولار، و إلى إفلاس حوالي(٥٠٠٠) بنك في يوم واحد ، حيث انخفضت قيمة الأسهم في بورصة نيويورك بما يقارب(٨٥) مليار دولار ، ووصل إلى ٤١ نقطة بتاريخ ١٩٣٢/٠٧/٨٠ .

وقد إتسمت هذه الأزمة بالعمق و الحدة ، مع إستمرارها لفترة طويلة نوعا ما ، دامت حوالي (٤) سنوات ، وترافقت بإنخفاض كبير في مستويات أسعار الفائدة ، وتقلبات حادة في أسعار صرف العملات .

<< و إذا ما حاول الإقتصاديون الغربيون إرجاع أسباب هذه الأزمة إلى مساوئ النظام النقدي الذهبي وقصوره التام على مسايرة التطورات التي حصلت بعد الحرب العالمية الأولى ، فإنّ انقطاع العلاقة بشكل نهائي بين النقود الورقية و الذهب ، لم يغير في الأمر شيئا ، ولم يمكّن من تجنب الأزمات اللاحقة>>.(١)

2- أزمة الإثنين الأسود لأكتوبر ١٩٨٧

إذا كانت أزمة ١٩٢٩ من أبرز أزمات البورصات عالميا في النصف الأول من القرن التاسع عشر، فإن أزمة أكتوبر لسنة ١٩٨٧ إعتبرت كأكبر من أزمة شهدها العالم خلال النصف الثاني من نفس القرن ، إضافة إلى أن الخسائر المسجلة في هذه الأخيرة كانت أكبر من سابقتها .

وقد إختلفت آراء العلماء حول أسباب هذه الأزمة ، إلا أنها تلخصت في حدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل في أسواق العقود المستقبلية أيضا(٢) .

(١) << الأسواق المالية والنقدية >> مروان عطون ص-٧- الجزء الأول ١٩٩٣

(٢) << الأسواق المالية : مفاهيم وتطبيقات >> حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ومحفوظ أحمد جودة ص-٢٤٠- ١٩٩٨ .

أما عن أسباب هذا الخلل فيرجعها معظم علماء الإقتصاد إلى تهافت المستثمرين في بورصات نيويورك ، طوكيو والعواصم الأوروبية الأخرى إلى التخلص من الأسهم التي بحوزتهم ، فزاد العرض عن الطلب بشكل حاد مما أدى إلى إنهيار أسعار الأوراق المالية بشكل لم يشهد له مثيل بتاريخ الأسواق المالية ، حيث قدرت خسائر المستثمرين في هذا اليوم في بورصة نيويورك وحدها ب٥٠٠ مليار دولار خلال ٢٤ ساعة فقط [١] .

وسنحاول فيما يلي ولو بشكل وجيز التطرق لأهم وجهات النظر المتعلقة بأسباب هذه الأزمة والمرتبطة بالعوامل التالية :

- السيولة .
- الأوضاع السياسية والإقتصادية .
- المتغيرات التنظيمية .

٢-أ- الأوضاع السياسية والإقتصادية:

لقد أدى الإرتفاع الكبير لعجز ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية الذي قدر عام ١٩٨٦ بحوالي ١٦٥ مليار دولار إلى سعي هذه الأخيرة لجلب أكبر قدر من رؤوس الأموال الأجنبية لتغطية هذا العجز مستخدمة لذلك إستراتيجية إقتراح معدلات فائدة عالية ، أكبر من التي هي سائدة دوليا . حيث ارتفعت أسعار الفائدة على سندات الخزينة الطويلة الأجل من 8,25% إلى9,75% كخطوة رئيسية لتمويل العجز ونتج عن ذلك تدفق رؤوس الأموال من الدول الأوروبية إلى الولايات المتحدة الأمريكية .

فأقدمت كل من اليابان و الدول الأوروبية بدورها على رفع أسعار الفائدة لمنع هجرة رؤوس الأموال.

و نتيجة لانخفاض قيمة الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى (إنخفاض يقدر ب٢٦% مقابل الجنيه الإسترليني ،٣٢% مقابل الفرنك الفرنسي، ٤٢% مقابل اليان الياباني ، و ٣٩% مقابل المارك الألماني)، إنقلبت الأوضاع و إتجّهت التدفقات المالية من الأوساط الأمريكية إلى البلدان الأوروبية الأخرى ، مما نتج عنه إنخفاض هام في القيمة الجارية للأوراق المالية ببورصة نيويورك ، و اعتبر هذا الحدث كمنطلق لأزمة مالية حادة ، تعتبر من أخطر الأزمات الإقتصادية و المالية ، والتي سرعان ما انتشرت إلى الأسواق المالية الكبرى .

(١) مرجع أعلاه ص-٢٤٠-

٢ ـ ب ـ السيولة:

تجسد هذا العامل من خلال عدم قدرة السوق على توفير السيولة اللازمة للتنفيذ الفوري للعمليات المنجزة في السوق ، مما أدى إلى الإنخفاض الشديد في أسعار الأسهم .

تمثل ضعف السيولة في الأسواق الحاضرة ، في إستحالة تنفيذ أوامر السوق في بورصة نيويورك بسعر الإدخال المعلن عنه وذلك يوم الإثنين الموافق ل ١٩/أكتوبر/١٩٨٧ ، إضافة إلى التأخير في تنفيذ وتأكيد العمليات بعد ظهر نفس اليوم وأيضا في يوم الثلاثاء الموافق ل ٢٠/أكتوبر/١٩٩٨ .

أما فيما يخص أسواق العقود المستقبلية ، فقد كان الشاهد على ضعف السيولة هو أن الصفقات التي كانت تحرك أسعار السوق من قبل بنقطة واحدة أو نقطتين أصبحت تحركها بعشرة أو عشرين نقطة أو أكثر ، وقد إستمر ذلك حتى بعد ظهر يوم الثلاثاء الموافق ل ٢٠/أكتوبر/١٩٨٧[1] .

٢-ج- المتغيرات التنظيمية

تتمثل الأسباب المتعلقة بالمتغيرات التنظيمية أساسا في:

- الأساليب المستحدثة في الإتجّار ومن بينها :

- المتاجرة بالحزمة : ويقصد بها الأمور التي تتضمن تشكيلة أو محفظة من أسهم عدد من الشركات المسجلة بالبورصة .
- مراجعة مؤشر الأسهم :

يهدف من خلال مراجعة مؤشر الأسهم الإستفادة من فروق الأسعار بين الأسواق الحاضرة وأسواق العقود المستقبلية . فعندما تكون الأسعار في سوق العقود المستقبلية أقل من القيمة الحقيقية ، يقوم المستثمرين ببيع كل ما بحوزتهم في السوق الحاضرة لإعادة شراءها من سوق العقود المستقبلية ، والعكس صحيح.

- تأمين المحفظة :

يتّم تأمين المحفظة من خلال عقود إختيار الشراء والبيع ، أو من خلال شراء أوراق مالية خالية من المخاطر .

أما عن نتائج أزمة أكتوبر التي إندلعت بكل مآسيها يوم الإثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ ببورصة وول ستريت ، فقد تجلّت في خسائر باهضة تعدّت في مجموع البورصات العالمية حدود ألفين (٢٠٠٠) مليار دولار ، كانت قرابة ثلاثة أرباعها تعود إلى بورصات مجموعة السبع الأكثر تقدما في العالم . كما تسببت في إفلاس عدد كبير من المؤسسات المقيدة بالبورصة من بينها خمسة آلاف (٥٠٠٠) مؤسسة مدرجة

---

(١) المرجع السابق ص-٢٤١-

ببورصة نيويورك ، بلغت خسائرها حوالي ٤٩٠ مليار دولار .
كما أدت هذه الأزمة إلى إنخفاض المؤشرات العالمية بشكل فائق ، حيث إنخفض مؤشر نيكاي ببورصة طوكيو ب(٦٢٠.٢) نقطة أي ما يعادل (٦٣٠) مليار دولار ، ومؤشر فايناشل تايمز لبورصة لندن ب(٢٥٩.٦) نقطة، أما مؤشر داوجونز لبورصة وول ستريت فقد شهد أكبر عملية إنخفاض قدّرت ب(٢٥٩.٦) نقطة .

المبحث الثالث : الهيآت العاملة بالبورصة

تشهد الأسواق المالية عبر كل أنحاء العالم تنظيما وتسييرا محكما تتولاه مجموعة من الهيآت تختص كل حسب مهامها بتسطير القوانين ، تسيير التعامل بالبورصة التحكيم أو التأديب .
وسنتطرق في هذا المبحث إلى ماهية ووظائف كل هيأة من هذه الهيآت على النحو التالي :

المطلب الأول : هيآت الرقابة والتسيير

وأهم هذه الهيآت ما يلي :

- أعضاء البورصة .
- مجلس إدارة البورصة .
- لجنة البورصة .

١ـ أعضاء البورصة:

قد تكون البورصة على شكل شركة مساهمة ، أو على شكل مؤسسة عامة[1] ، وفي كلتا الحالتين فإنّ إنشاءها يستوجب تشكيل أعضاء ، و ذلك عن طريق بيع ما يسمى ب<<مقاعد البورصة>>، والمتمثلة في شراء عدد من الأسهم لرأسمال هذه الأخيرة، مقابل الحصول على رخصة تمنح لمكتسبها حق مفاوضة الأوراق المالية المسعرة في هذه البورصة.
إن كلمة <<مقعد>> بالبورصة ، تعود أساسا إلى كيفية العمل القديمة للوسطاء الذين كانوا يقومون بمفاوضة الأوراق جالسين حول الطاولة[2].أما اليوم فكلمة <<مقعد>> تعني حق القبول في البورصة .
يعتبر المقعد بحد ذاته ملكية صالحة ذات أهمية كبيرة ، و قابلة للتحويل تحت بعض الشروط التي ينص عليها قانون البورصة .

---

(١) <<الأسواق النقدية و المالية>> مروان عطون ص- ٢١٨ - الجزء١ 1993
(2)<<Cours sur le commerce des valeurs mobilieres au Canada>> ICVM p-1-45- 1997

٢- مجلس إدارة البورصة:

إنّ إدارة البورصة ، وتسطير القوانين الخاصة بتسييرها ، و بتنظيم عمليات التداول القائمة بها ، يعود إلى ما يسمى بمجلس إدارة البورصة ، الذي يتكون عادة من رئيس ، نائب ، أمين الصندوق ، و مجموعة من السماسرة .

و يؤلف مجموع الأعضاء العاملين و المنظمين للبورصة ، الجمعية العامة التي يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه[١].

يسهر المجلس على ضمان السير الحسن للبورصة ، و تنظيم العمليات عن طريق سنّ القوانين ، واتخاذ الإجراءات اللازمة في كل الظروف. و يختص أيضا بالمصادقة على الميزانية ، على حسابات الإيرادات و النفقات ، و كذا العمليات الخاصة بتعديل اللائحة الداخلية.

٣- لجنة البورصة:

تشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء يختارون من بين السماسرة و من قبل الدولة[٢].

تختص هذه اللجنة عادة بفحص كل الطلبات المتعلقة بالتسجيل في جدول الأسعار ، واتخاذ القرارات و الأحكام الخاصة بهذا الموضوع ، كما أنها مكلفة بإصدار النشرات اليومية للأسعار الجارية ، و السهر على السير الحسن للبورصة.

المطلب الثاني : هيآت الفصل والتحكيم

وهي تتمثل في هيئتين رئيسيتين :

- هيئة التحكيم .
- مجلس التأديب .

١- هيئة التحكيم :

بالتعاون مع مسئولي المقصورة ، تقوم هيئة التحكيم بتنظيم جلسة البورصة و فض جميع المنازعات التي قد تنشأ داخل المقصورة .

تتألف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة ، وعدد معين من الأعضاء تختارهم اللجنة.

---

(١) <<البورصة بورصة الجزائر>> شمعون شمعون ص-٣٩- ١٩٩٣

(٢) <<البورصة بورصة الجزائر>> شمعون شمعون ص-٢٨- ١٩٩٣

٢ـ مجلس التأديب:

تقتضي المحافظة على مصلحة العملاء وضع قوانين عمل محددة للوسطاء، و تطبيق عقوبات صارمة لكل من يقوم بمخالفة هذه القوانين ،أو الإساءة لمصلحة العميل . و لهذا الغرض أنشأ مجلس التأديب الذي يختص بالنظر فيما يقع من مخالفات لقوانين البورصة أو لوائحها أو الصالح العام

أمّا العقوبات التأديبية التي يمكن أن يفرضها المجلس فهي: الغرامة ، الوقف ، والشطب(١).

- **تمويل البورصة:**

تحتاج البورصة لتغطية تكاليف الإستغلال الخاصة بها ، إلى مصادر تمويل متعددة نذكر من بينها:

- المصاريف المتعلقة بتنفيذ الأوامر ، و المدفوعة من طرف الأعضاء،
- المبالغ التي تدفعها الشركات كل سنة ، من أجل الحفاظ على التسعيرة ،
- المبالغ التي تدفعها الشركات ، مقابل التسجيل في جدول الأسعار ،
- المبالغ التي تدفعها الشركات المسجلة ، إذا ما تمّ تغيير هيكلة رأسمال هذه الأخيرة ،
- حقوق القبول المدفوعة من طرف الأعطاء الجدد ،
- المبيعات المتعلقة بالمعطيات و البيانات البورصية القديمة أو الحديثة .

المبحث الرابع : أسواق رؤوس الأموال

إنّ الواقع التاريخي ، كما يعلم الجميع ، يظهر أنّ الأسواق المالية عموما، لم تنشأ من فراغ ، و لم تكن نشأتها مرتبطة بقرار من السلطات ، و إنما قامت كمحصلة لتطورات إقتصادية استوجبت نشأة هذه الأسواق(٢).

فقد أدّى تطور الإقتصاد الرأسمالي ، وكبر حجم المشاريع ، خاصة منذ الثورة الصناعية ، إلى السعي وراء توفير الأموال اللازمة لتمويل هذه المشاريع. فتطور من جرّاء ذلك مفهوم الإئتمان و القرض، ونشأت معه الأسواق المختصة بهذه العمليات و التي تضمن تحقيق وتطوير أساليب التمويل القصيرة و الطويلة الأجل للمشروعات الإستثمارية.

إنّ سوق رؤوس الأموال مفهوم واسع يضم السوق النقدي، و السوق المالي ، وانطلاقها من الأشكال أو الطرق التي تمنح بها القروض و كذلك المدّة، تتحدد أنواع هذه الأسواق.

---

(١) أنظر ص-٧- من هذه الرسالة

(٢)<< أسواق رأس المال في الدول العربية>> واقعها ومجالات تطويرها صندوق النقد العربي ص-١٠- ١٩٩٨

إنّ الحديث عن السوق المالي يستوجب الإشارة إلى السوق النقدي ، نظرا للإرتباط الوثيق بين هاتين السوقين ، فالإثنان متكاملان و مرتبطان ، و يؤثر كل منهما تأثيرا مباشرا(١) على الآخر .

المطلب الأول: السوق النقدي

يمثل السوق النقدي رافدا هاما للتمويل القصير الأجل ، والتي تتراوح مدتها من يوم إلى سنة ، وهو يقوم على أساس التعامل بين البنوك والمؤسسات المالية التي تقوم حسب وضعيتها ، إمّا بتوظيف فوائضها أو الحصول على القروض اللازمة لمواجهة احتياجاتها على المدى القصير، و ذلك استنادا إلى احتياطاتها لدى البنك المركزي .

تتأثر السوق النقدية بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة ، وترتكز على عامل أساسي مهّم هو سعر الفائدة ، الذي يتحدد بناءا على العرض والطلب .

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى جزئين رئيسيين :

- **السوق ما بين البنوك : Le marché interbancaire**

يتم التعامل في هذه السوق ما بين البنوك والمؤسسات المالية عبر البنك المركزي الذي يشكل الوسيط الرئيسي في هذه العملية .

تتميز هذه السوق بعدم وجود مكان مادي لها ، حيث تتم العمليات عبر الهاتف أو الفاكس ، يتّم تأكيدها بعد ذلك من طرف البنك المركزي بالإشعارات الدائنة أو المدينة Les avis de débit ou crédits (حسب الحالة) التي ترسل بعد ذلك إلى المؤسسات .

وما يجدر بالإشارة هنا هو أنّ العمليات تتّم على مبالغ ضخمة ، تتشكل من الأرصدة الدائنة للبنوك أو المؤسسات المالية المفتوحة في سجل البنك المركزي(٢).

- **سوق أوراق الدين القصيرة الأجل: Marché des titres de créance à court terme**

ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق . وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية

---

(١) المرجع أعلاه ص-١٠-

1)Que sais-je? << Le marché monétaire >> Pierre BERGER p-8- Edition Dahlab 1996

تعطي لحاملها الحق في إستيراد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر[١].

أما أهم الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق فهي تتمثل في :

- الأوراق التجارية : وهي تعتبر أول الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدية منذ نشأته في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٨٠٠[٢].
- السندات الحكومية القصيرة الأجل Les bons du trésor à court terme
- التقبلات البنكية Les acceptations bancaires

و حديثا إتسّعت السوق النقدية لتشمل مؤسسات أخرى خارجة عن النظام المصرفي و المالي . ففي سنة (١٩٨٥) بفرنسا ، تمّ افتتاح السوق النقدي و معه حلّ مفهوم الشريك محل مفهوم الزبون[٣]. فبعد أنّ كانت المؤسسات الإقتصادية زبونا واحدا للبنوك أصبحت كشريك معها في السوق النقدي ، الذي تحول من سوق ما بين البنوك فقط إلى سوق تشمل حتى المؤسسات الإقتصادية.

المطلب الثاني : السوق المالي

يعرف السوق المالي، بأنه تلك الآلية الائتمانية ،التي يتّم من خلالها حشد، تجميع ، توجيه وتوزيع إدّخارات الشركات ، و الحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الإستعمال : الإنتاجية و غير الإنتاجية[٤].
باختلاف السوق النقدي الذي هو سوق القروض القصيرة الأجل ما بين البنوك، فإنّ السوق المالي يشمل كل فئات المتعاملين من الأعوان الإقتصادية، وهو يمثّل سوق التمويل المتوسط والطويل الأجل.
يتم التعامل في السوق المالي بالأوراق المالية كالأسهم و السندات وهو ينقسم إلى قسمين رئيسيين :

١- السوق المالي الأولي:

و هو سوق الإصدارات الجديدة ، من الأسهم و السندات التي تطرح لأول مرة للإكتتاب من قبل الجمهور المتعاملين.

(١) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص-١٢- ١٩٩٩
(2) << Vade mecum de la finance >> S.A. BOUKRAMI p-131- 1992
(3) << Marché monétaire >> C.Caballero p-1- 1989
(٤) << الأسواق المالية و النقدية >> مروان عطون ص-١٦- ١٩٩٣

ليس لهذا السوق وجود مادي، إنّما هناك علاقة مباشرة تنشأ بين طالبي رؤوس الأموال وعارضيها على المدى الطويل، حيث يتجّمع الإدّخار لتحويله إلى استثمار.

يتّم تنظيم عمليات الإكتتاب في هذه السوق من طرف مؤسسات خاصة مقابل عمولة معينة ، أو من طرف بنوك التوظيف التي أنشأت بالولايات المتحدة الأمريكية عام(١٩٣٣)[١] ، والتي ينحصر دورها في القيام بعمليات الوساطة بين المكتتبين و الجهات المصدرة.

٢- السوق المالي الثانوي.البورصة:

إذا كان السوق الأولي سوق الإصدارات الجديدة فإنّ السوق الثانوي ، هو سوق التعامل بالأوراق المالية القديمة[٢] أي المصدرة سابقا . و تداول هذه الأوراق المالية الطويلة الأجل بالسوق الثانوية ، يعبّر عنه بنقل ملكية هذه الأوراق بيعا و شراءا بين حاملها، و أي مستثمر طبقا لسعر السوق السائد لهذه الورقة.

يوفر السوق الثانوي عامل السيولة للمستثمر الذي يرغب في استرجاع أمواله ، وذلك عن طريق بيع الأوراق المالية التي بحوزته في سوق البورصة المنّظمة أو السوق الغير منظم.

إنّ نشاط و فعالية السوق الثانوي ، يؤثر تأثيرا إيجابيا مباشر على السوق المالي الأولى، الذي يستمد كفاءته و فعاليته من كفاءة و فعالية السوق الثانوي.

يضم السوق الثانوي فرعين هما السوق الرسمي والسوق الغير رسمي .

٢- أ- السوق الرسمي:

هو سوق منّظم تحكمه قوانين البورصة ، يتم التعامل فيه من قبل سماسرة محترفين ، ومختصين في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وفقا لإجراءات عمل محددة .

تخضع هذه السوق لرقابة مشدّدة من طرف الحكومة ، وهيآت تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وذلك لمنع أي محاولة غش أو تدليس بهدف إعطاء هذه السوق صفة رسمية منظمة.

يعتبر السوق الرسمي أهّم أقسام السوق الثانوي ، إذ يتّم التعامل فيه من قبل أكبر وأهّم الشركات ، و لا يجوز لأي شركة أن تسعّر في هذه السوق ، إذا ما لم تستوفي بالشروط المحددة و التي من أهمها[٣]:

(١) << الأسواق المالية و النقدية >> مروان عطون ص-١٨- ١٩٩٣

(2) << La bourse >> J.Peyrard p-56- 1995

(3) <<La bourse des valeurs>> Que sais je ? Gaston Defossé et Pierre Balley p-21- 1993

- الحصول على ثلاث ميزانيات إيجابية ، مع توزيع الأرباح المقررة ،
- وضع تحت تصرف السوق المالي عند الدخول، على الأقل ٢٥% من رأسمال الشركة ،
- الإستجابة لكل قرارات و قوانين لجنة تنظيم البورصة فيما يخص الإجراءات المحاسبية و الإعلان .

يحتوي السوق الرسمي بدوره على سوقين: سوق التسوية الآجلة و سوق التسوية العاجلة.

سوق التسوية الآجلة:

تشكل القاعدة الأساسية للسوق الرسمي، حيث تتم في هذه الحالة تسوية الأوراق المالية محل التفاوض آجلا، أي بعد فترة معينة من انعقاد عملية البيع أو الشراء .

ففي فرنسا مثلا تسمى هذه السوق بسوق التسوية الشهرية، أي لا يتم تسديد المبالغ، أو تسليم الأوراق المالية الخاصة بالعمليات التي تمّ الإتفاق عليها إلا في نهاية الشهر يوم التصفية، وهو اليوم السابع للبورصة قبل نهاية الشهر (1).

سوق التسوية العاجلة:

يتم تسوية العمليات في هذه السوق ، في نفس اليوم الذي تنعقد فيه ، حيث يتم تسليم النقود مقابل الأوراق والعكس، فورا عند إتمام العملية.

٢ب- **السوق الغير الرسمي:**

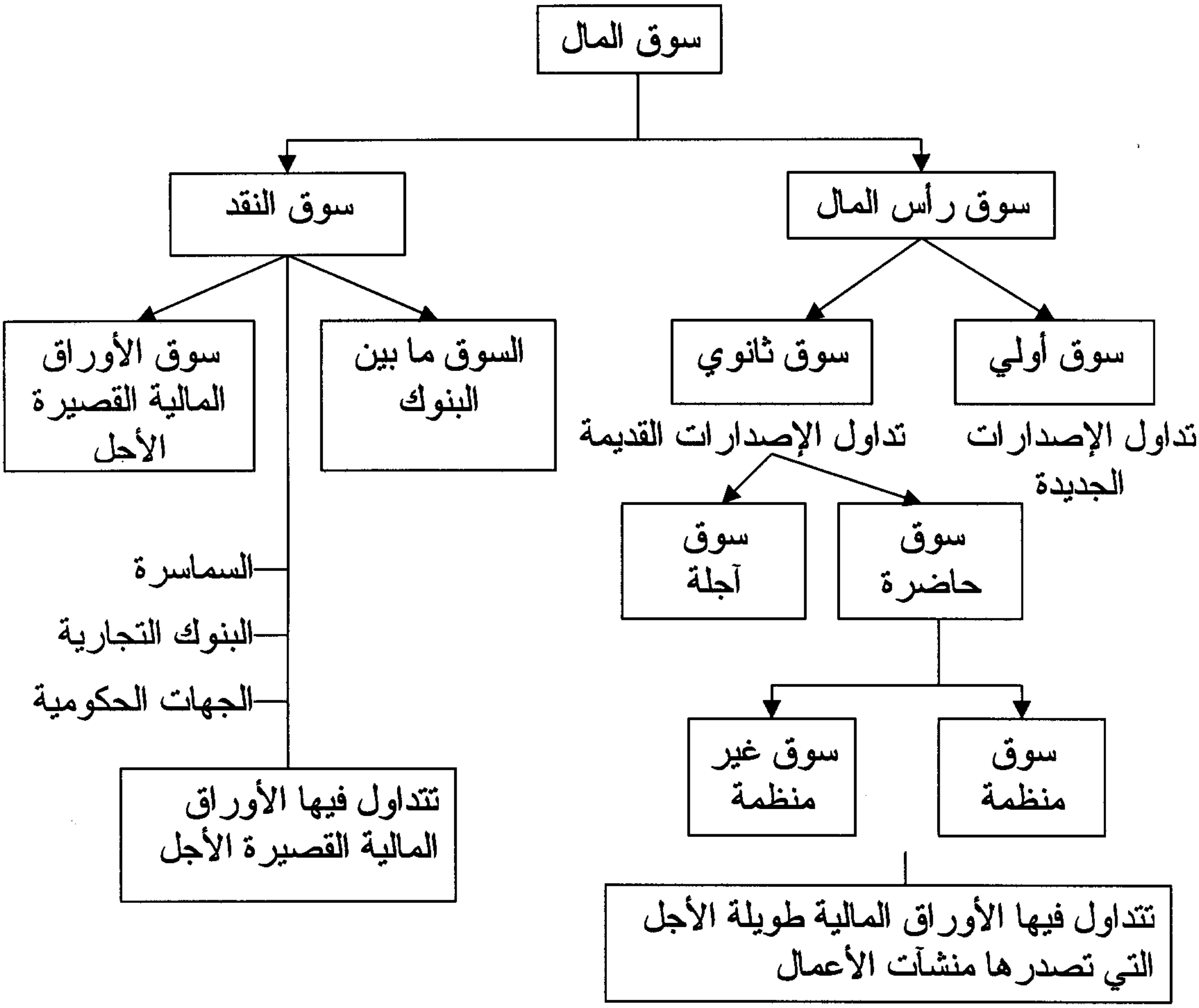
هي سوق غير منظمة، تجري فيها المعاملات خارج مقصورة البورصة ، وهي تتميز بالمرونة و السهولة في التعامل. إذ لا يتقيد المتعاملين بها بتقديم أي رخصة ، ماعدا المبرر القانوني لوجود الشركة.

تتجه عادة إلى هذه السوق:

- الشركات التي تنوي التسجيل في السوق المنظّم ،
- الشركات الصغيرة و المتوّسطة الحجم، التي لا تستطيع أن تنافس الشركات الكبرى ، المقبولة في التسعيرة الرسمية ،
- الشركات التي ترغب في التفاوض دون أي قيود .

وكخلاصة لهذا المبحث يمكن تلخيص أهم مكونات سوق المال في الشكل التالي :

(1) << Les intermédiaires financières >> Alain Ferri p-39- 1971


سوق المال
سوق رأس المال
سوق النقد
سوق أولي
سوق ثانوي
تداول الإصدارات الجديدة
تداول الإصدارات القديمة
سوق حاضرة
سوق آجلة
سوق منظمة
سوق غير منظمة
تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال
السوق ما بين البنوك
سوق الأوراق المالية القصيرة الأجل
السماسرة
البنوك التجارية
الجهات الحكومية
تتداول فيها الأوراق المالية القصيرة الأجل

الفصل الثاني: الأوراق المالية المتداولة في البورصة

تحتاج الشركات سواء كانت خاصة أو حكومية إلى رؤوس أموال ضخمة، لتمويل مشاريعها الصناعية و التجارية ، و تنويع الأنشطة الإقتصادية بهدف تحقيق النمو و الإزدهار الكافي لمواجهة العجز المالي و المنافسة في السوق.

وإذا كانت متطلبات المقترض قصيرة الأجل بطبيعتها في السابق ، فإنّ متطلبات التمويل الأطول أجلا قد برزت بحدّة في السنوات الأخيرة. مما أدى إلى بروز أهمية الأسواق المالية (إلى جانب الأسواق النقدية) أين يتّم تداول السلع الرئيسية المتمثلة في : الأسهم، السندات، و حقوق الإكتتاب.

تعتبر الأوراق المالية في عصرنا الحاضر من أبرز أدوات الإستثمار، وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر، وهي تعرف بأنّها << وثائق صادرة من أشخاص معنويين تثبت حقا في الدين أو المشاركة>>

ويمكن تصنيف الأوراق بعدة طرق . فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثّل حق ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثّل مديونية وهي السندات.

أما الأسهم الممتازة فتعتبر خليط من الأسهم العادية والسندات وإن كانت تصنف ضمن أوراق أموال الملكية(1) .

كم يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب مدة إستحقاقها إلى أوراق قصيرة الأجل و وأوراق متوسطة أو طويلة الأجل .

وأخيرا يمكن تصنيف الأوراق المالية حسب شكلها ، إلى أوراق مالية إسمية أو أوراق مالية لحاملها .

- **الأوراق المالية الإسمية:**

هي الأوراق التي تحمل إسم صاحبها ، وبالتالي فلا يثبت حق الملكية بالحيازة المادية فقط ، بل بالتسجيل و حيازة الشهادة الإسمية التي تدوّن فيها كل البيانات المقيدة في السجل لدى الهيئة المصدرة والتي تشمل:

الإسم، اللقب، المهنة، الجنسية، نوع السهم، إسم و عنوان الشركة.

يمتاز هذا النوع من الأوراق بضمان حقوق المستثمر، خاصة عند الضياع أو السرقة ، لكن تداولها يتطلب إجراءات طويلة.

---

(١)<< أسواق رأس المال في الدول العربية >> صندوق النقد العربي ص- ١٤ – ١٩٨٥

- **الأوراق المالية للحامل:**

هي أوراق مغفلة لا تحمل إسم صاحبها ، و يعتبر حاملها مالكا لها بسبب الحيازة المادية .
يحصل التنازل عن السهم بتسليمه من يد إلى أخرى ، و بذلك يتّم تداوله بأقصى سرعة ممكنة[١].
سنتناول في هذا الفصل شرح لأهّم الأوراق المالية المتداولة في البورصة ، مع عرض الإتجاهات الجديدة لها فيما يخّص التسعير و العوامل المؤثرة فيه

المبحث الأول: الأسهم

تقوم أي شركة عندما تكون بحاجة إلى أموال لمواجهة متطلبات نشاطها ، إلى إصدار أوراق مالية ، من بينها الأسهم التي تشكل جزء من الأموال الخاصة للشركة .
يمثّل السهم حق المساهم في الشركة ، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري[٢].
أمّا مردود هذا السهم يرتفع و ينخفض حسب الحصيلة السنوية لإستغلال الشركة المعنية بالأمر ومعدّل الأرباح المقرّر توزيعه من طرف الجمعية العامة .

المطلب الأول: أنواع الأسهم من حيث ماهيتها

نظرا لإختلاف و تفاوت ميول المستثمرين إتجاه درجة المخاطرة التي يمكن تحملها فقد تلجأ الكثير من الشركات إلى إصدار عدة أنواع من الأسهم ، كل نوع منها يقدم مجالا مميزا من العائد و المخاطرة المتوقعان .
و يمكن حصر الأنواع الرئيسية للأسهم فيما يلي:

١. **الأسهم العادية:**
يعتبر حاملي الأسهم العادية مالكي الشركة ، باعتبارهم المموّلين الرئيسيين لرأسمال هذه الأخيرة عند نشأتها، و مع ذلك فإنهم يتواجدون في أضعف وضعية مقارنة بحاملي السندات و الأسهم الممتازة الذين لهم الأولوية الخاصة بأرباح و أصول الشركة[٣].

---

(١) << البورصة بورصة الجزائر >> شمعون شمعون ص-٢٣- ١٩٩٣
(٢) << البورصة بورصة الجزائر >> شمعون شمعون ص-٢١- ١٩٩٣
(٣) وذلك عند التصفية

أ- مزايا التمويل بالأسهم العادية

لا تلتزم الشركة بتوزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية ، إلا إذا تحققت واتخذ قرار بتوزيعها كلها أو بعضها .

- تعتبر الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل ، والشركة غير ملزمة برد قيمتها . فإذا ألا أراد حاملها التخلص منها فليس أمامه سوى عرضها للبيع في سوق رأس المال.
- تعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية ، وهي تمثل ضمان للدائنين .

ب- حقوق مالكي الأسهم العادية

تخول الأسهم العادية لحامليها بعض المزايا و الحقوق، و نذكر من أهمها:

- إمكانية تحقيق فائض مالي: إنّ تحسن الحالة المالية للشركة ، يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ، مما يسمح لحامليها بتحقيق فائض مالي إذا ما تم بيع هذه الأخيرة بسعر أعلى من السعر الذي تم إقتناءها به
- حق التصويت بسياسة الشركة و المشاركة في الجمعيات العمومية العادية و الغير العادية.
- حق الحصول على جزء من الأرباح المحققة من طرف الشركة و ذلك عند وجودها و اتخاذ القرار بتوزيعها على المساهمين.
- حق الأولوية في الإكتتاب بالأسهم الجديدة عند تقرير زيادة رأس المال .
- حق إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة ، والإطلاع على الوثائق المالية و المحاسبية.
- حق طلب الإستفسارات من أعضاء مجلس الإدارة في المجالس المنعقدة.
- مسؤولية المساهم محدودة بحصّته في الشركة.
- الحق في الحصول على جزء من موجودات الشركة في حالة تصفيتها ، وهذا بعد سداد حقوق الدائنين و أصحاب الأسهم الممتازة.

ج- عيوب التمويل بالأسهم العادية

- إنّ إصدار أسهم عادية يتسبب في توسيع عدد المساهمين ، وبالتالي فقدان مجلس الإدارة لجزء من السيطرة لصالح المساهمين الجدد .
- إنّ توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى إنخفاض عائد السهم .
- لا يخفف توزيع الأرباح من العبء الضريبي للشركة .
- يكلف إصدار الأسهم مصاريف عالية للشركة .

٢- الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة بأنها النوع الذي يختص دون غيره من الأسهم ببعض المزايا[١] ، فهي تمثل استثمارا أقل مخاطرة من الأسهم العادية ، إذ يتحدد عادة توزيع الأرباح على حاملي الأسهم الممتازة بنسب مئوية محددة مسبقا.

تتميز الأسهم الممتازة بمزايا الملكية و الدين في نفس الوقت ، إذ أنّ إصدارها يشبه إصدار السندات من حيث عدم تدخل أصحابها في إدارة الشركة ، كما أنه لا يترتب على الشركة المصدرة الإلتزام بدفع عوائد في جميع الحالات.

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث حصول أصحابها على عائد يتوقف على وجود أرباح ، و أيضا اتخاذ القرار بتوزيعها[١].

أ- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة . وبالتالي زيادة الطاقة الإقتراضية المستقبلية بالنسبة للمؤسسة[٢].
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت أو الإشتراك في الإدارة ، مما يضمن بقاء السيطرة بيد حملة الأسهم العادية وبهذه الصفة تشبه الأسهم الممتازة السندات والقروض ، ومع ذلك لا تحتاج بما أنها تمثل جزء من الملكية[٣] .
- إصدار الأسهم الممتازة لا يلزم الشركة قانونيا بإجراء توزيعات الأرباح كل سنة .
- تحدد توزيعات الأرباح بمقدار معيّن .

ب- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

- تعتبر عملية التمويل بالأسهم الممتازة عملية مكلفة نسبيا مقارنة بالإقتراض ، خاصة وأنها لا تحقق تخفيض الوعاء الضريبي ، لأنّ الأرباح الموزّعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة .
- يواجه حملة الأسهم الممتازة مخاطر أكبر من التي يتعرّض إليها المقرضين .

---

(1) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p(6-7) 1997

(٢) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص-٢٧- ١٩٩٩

(٣) << الأسواق المالية >> حسني على خربوش ، عبد المعطي أرشيد ، أحمد جودة ص-٧٠- ١٩٩٨

ج- حقوق حاملي الأسهم الممتازة

تخول الأسهم الممتازة لحامليها بعض الحقوق والمزايا ، كما تمنعهم من البعض الآخر :

- يتمتع حاملي الأسهم الممتازة بحق الأولوية في الأرباح مقارنة بحاملي الأسهم العادية
- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على قيمة السهم قبل أصحاب الأسهم العادية في حالة تصفية الشركة.
- يتحصل حامل السهم الممتاز على نسبة ثابتة من الأرباح ، لا يمكن رفعها
- لا يتمتّع حامل السهم الممتاز بحق التصويت ، إلاّ إذا تمّ إهمال دفع عدد معين من الأرباح الموزّعة خلال عدد من السنوات المتتابعة .
- يعتبر السهم الممتاز قليل التفاوض مقارنة بالسهم العادي، وذلك نظرا لقلة الكمية المتداولة في السوق.
- إمكانية محددة لتحقيق فائض مقارنة بالأسهم العادية.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك عدة أنواع من الأسهم الممتازة ، تختلف باختلاف مميزاتها إذ يمكن تصنيفها إلى ما يلي :

٢-أ)- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

يمنح هذا النوع من الأسهم الممتازة الحق لمالكيها بتحويلها إلى أسهم عادية، بسعر محدد مسبقا ، خلال مدة معينة ، وذلك بهدف تشجيع الإكتتاب بها.

يحدد سعر التحويل عادة إلى مستوى أعلى بحوالي 10% إلى 15% من سعر السهم العادي ، وذلك لعرقلة التحويل السريع . لأنّ الهدف من إصدار مثل هذه الأسهم ليس التحويل على المدى القصير جدا، إنّما بعد مرور فترة زمنية معيّنة.

تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم ، في حالة ما إذا كان من الصعب عليها إصدار أسهم ممتازة كلاسيكية[١].

٢-ب)- الأسهم الممتازة ذات بند إعادة الشراء

يمنح بند <<إعادة الشراء>> للشركة التي تفرضه ، حق إعادة شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها ، إذا ما لاحظت أنّ هذه العملية تكون لصالحها.

يتحصّل المستثمر عادة ، عند إعادة الشراء على منحة مقابل تنازله عن الأسهم .

إنّ بند <<إعادة الشراء>>، يمكن أن يكون لصالح الشركة ، كما ذكر أعلاه أو لصالح المستثمر الذي يصبح

---

(١) لأن قابلية التحويل تسمح بتسهيل بيع الإصدارات

بإمكانه الفرض على الشركة إعادة شراء أسهمها، بسعر محدد مسبقا .ويتم التمتـع بـهذا الحـق خـلال فـترة زمنية معينة فقط.

٢-ج)- الأسهم الممتازة ذات السعر العائم:

بخلا ف الأسهم الممتازة الكلاسيكية ، التي تمنح لحاملها الحق في الحصول على نسبة ثابتـة مـن الأرباح الموّزعة، فإنّ الأسهم الممتازة ذات السعر العائم تمنح لصاحبها عائدا متغيرا من الأرباح الموّزعة تبعا لتغيرات أسعار الفائدة ، إذ يرتفع العائد بارتفاع أسعار الفائدة و ينخفض بإنخفاظها.

٢- د)- الأسهم الممتازة المرفقة بأذونات الإكتتاب:

يسمح هذا النوع من الأسهم لحامليها بشراء عدد معين من الأسهم العاديـة عـن طريـق اسـتخدام أذونات الإكتتاب . كما أنها تسمح أيضا بالحصول على ورقتين ماليتين مختلفتين ، إذا مـا تـمّ فصـل السـهم الممتاز عن أذونات الإكتتاب ، إذ يصبح السهم في هذه الحالة سهم ممتاز كلاسيكي .

١- أذونات الإكتتاب :

تمثل هذه الأذونات وثيقة ، يثبت فيها حق المستثمر بشراء أسهم ، أو سندات من الشركة التي قـامت بإصدارها ، و ذلك بسعر محدد مسبقا و لفترة معينة.

٢- حق الإكتتاب:

يمثل حق الإكتتاب مزية ، تمنحها الشركة للمساهم ، تسمح له بشراء أسهم إضافية مباشرة مـن هـذه الشركة ، وذلك عند تقرير رفع رأسمال هذه الأخيرة.

للمساهم الإختيار في مزاولة هذا الحق أولا.

٢-؟)-الأسهم الممتازة ذات مبالغ الإهتلاك :

تلتزم الشركة بموجب النص المتعلق بتخصيص مبالغ الإمتلاك ، بتسديد عـن طريـق الشـراء فـي السوق ، قيمة معينة من الأسهم الممتازة كل سنة ، وذلك إذا ما تمت مفاوضة هذا السهم بسعر معيّن أو أقل من ذلك السعر.

٢- و)- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

بعد الحصول على المعدّل المقرر ، يستطيع أصحاب مثل هذه الأسـهم مشـاركة أصحـاب الأسـهم العادية في بقية الأرباح .

لكن هذا النوع من الأسهم قليل الإستعمال[1].

(1) << الأسواق النقدية و المالية >> مروان عطون ص-٨٧- ١٩٩٣

لماذا تقوم الشركة بإصدار أسهم ممتازة:

يرجع لجوء الشركة ، إلى إصدار الأسهم الممتازة دون السندات أو الأسهم العادية إلى عدة أسباب نذكر من بينها :

- إنّ إصدار الأسهم الممتازة من شأنه أن يقلل من إلتزامات الشركة[١] مقارنة بإصدار السندات.
- تقوم الشركة بإصدار أسهم ممتازة ، إذا ما لاحظت أنّ السوق غير قادرة على امتصاص إصدارات جديدة من الأسهم العادية أو السندات.
- من الممكن أن يرجع إصدار الأسهم الممتازة إلى قلة تكلفتها بالنسبة للأسهم العادية .
- رغبة الشركة في زيادة مواردها المالية دون فقدان السيطرة في الإدارة .

المطلب الثاني: العوامل المحددة لقيمة السهم:

تتحدد قيمة السهم طبقا لعدة عوامل ، تتفاعل فيما بينها لتمكّن في الأخير من تحديد القيمة السوقية للسهم ، الذي يتّم تداوله في سوق البورصة المنظمة .

و قبل التطرق إلى مختلف هذه العوامل ، رأينا أنّه من الضروري الإشارة إلى الفرق بين القيم المختلفة للسهم.

أ - القيمة الإسمية:

تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس[٢] .

تقوم الشركة المصدرة بتوزيع الأرباح بنسب مئوية محددة بالنسبة للقيمة الإسمية للسهم .

ب - القيمة الدفترية أو المحاسبية:

وهي تعادل قيمة حقوق الملكية (الإحتياطات ، الأرباح المحتجزة والأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة .

يمكن إستخراج القيمة الدفترية للسهم باستخدام المعادلة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

---

(١) ليس للأسهم الممتازة مدّة استحقاق ، تجبر الشركة على التسديد خلال فترة محددة

(٢) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص-٢- ١٩٩٩

تستخدم هذه المعادلة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة ، أمّا في الحالة المعاكسة فيتّم إستخدام المعادلة التالية :

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية – حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

بالتالي تزداد القيمة الدفترية للشركة بازدهار وتقدّم هذه الأخيرة لأنّ إحتياطاتها وأرباحها المحجوزة تكون مرتفعة[١] .

ج - القيمة الجارية للسهم:

وهي تمثل القيمة السوقية التي تتحدد في السوق المالية وفقا لقوى العرض والطلب . وهي تشكل التقييم الحقيقي للسهم .

د - القيمة التصفوية للسهم:

هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة بعد تسديد كل الديون وحقوق حملة الأسهم الممتازة .

تستخرج القيمة التصفوية للسهم من خلال المعادلة التالية :

$$\text{القيمة التصفوية للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للموجودات – الإلتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

? - وفي الأخير يمكن الإشارة إلى نوع خاص لقيمة السهم وهو القيمة حسب العائد.

وهي تمثل القيمة التي يبدي المستثمر إستعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يطمح بالحصول عليه مقابل إستثمار أمواله[٢] . وتستخرج بالمعادلة التالية :

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الإسمية} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد الذي يطلب المستثمر}}$$

(١) مرجع أعلاه ص-٢٠-

(٢) << الأسواق المالية >> حسني خربوش ، عبد المعطي أرشيد ، محفوظ جودة ص-٥٨- ١٩٩٨

عند التحدث عن العوامل المحددة لقيمة السهم ، فإننا نشير عادة ، إلى القيمة الجارية والتي تتعرض لتغيرات مستمرة ، نظرا لكثرة العوامل التي تؤثر عليها، و التي من أهمها:

١)- القيمة الدفترية

٢)- المركز المالي للشركة : يؤثر المركز المالي للشركة تأثيرا سلبيا أو إيجابيا على سعر السهم ، وذلك حسب الوضعية ، فكلما تمتعت الشركة بصحة مالية أوفر، كلما ارتفع سعر السهم و العكس صحيح.

٣)- معدلات الأرباح الفعلية ، و المستقبلية المحققة التي يمكن تحقيقها من طرف الشركة، و التي تلعب دورا كبيرا في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم

٤)- معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح و التوقعات المستقبلية لإتجاهاتها.

٥)- توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة .

٦)- معدلات الفائدة التي تشكل الإيراد البديل ، الذي يمكن الحصول عليه، من جراء شراء السندات أو إيداع الأموال في البنوك. ولا يتخذ المستثمر قرار إقتناء الأسهم، إلا إذا تجاوز معدل الدخل الذي تدره هذه الأخيرة، معدلات الفائدة التي تقترحها البنوك أو الشركات التي تقوم بإصدار السندات.

يحسب معدل العائد الحقيقي للسهم بالمعادلة التالية :

$$\text{معدل العائد الحقيقي للسهم} = \frac{\text{القيمة الإسمية}}{\text{القيمة السوقية}} \times \text{نسبة التوزيع}$$

٧)- الأوضاع الإقتصادية: يزيد الطلب على الأسهم في فترات الإستقرار والإنتعاش الإقتصادي ، نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم. بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات و الإنكماش الإقتصادي ، و يتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

المطلب الثالث: تقييم نوعية التوظيف في الأسهم الممتازة:

يبحث المستثمر عادة، من خلال توظيف أمواله إلى تحقيق أكبر عائد ممكن، لذا فإنّ قرار تخصيص رؤوس الأموال لشراء الأسهم دون السندات ، و أسهم شركة معينة دون غيرها يتطلب القيام بدراسة دقيقة بهدف التمكن من تقييم ماهية التوظيف في هذه الأسهم و الوصول إلى اتخاذ القرار المناسب.

و يتمكن المستثمر أو الوسيط الممثل ، من تقييم نوعية التوظيف في الأسهم الممتازة خاصة، عن طريق الإجابة على ثلاثة أسئلة جد مهمة[1]:

١) هل تعتبر أرباح الشركة كافية لتغطية العوائد الواجب دفعها لحاملي الأسهم الممتازة ؟

٢) هل تمكنت الشركة ، وخاصة في السنوات الأخيرة من توزيع الأرباح على حاملي الأسهم الممتازة بصفة منتظمة ؟

٣) هل تمثل القيمة المحاسبية للأسهم الممتازة قيمة معتبرة ؟

إنّ الإجابة على هذه الأسئلة ، تتطلب الأخذ بعين الإعتبار، وتحليل عدّة عوامل ، إلا أنه لا يمكن حصر كافة هذه العوامل ، لذا فإننا لجأنا إلى تلخيص أهمها في:

أ- <u>تغطية الأرباح الموزعة الخاصة بالأسهم الممتازة :</u>

إنّ تحديد مدى تغطية الأرباح الموزعة الخاصة بالأسهم الممتازة يستوجب مقارنة هذه الأخيرة بمستوى الأرباح الكلية التي حققتها الشركة، و ذلك على مدى الخمس سنوات الأخيرة ، ثمّ تحديد الإتجاه العام لهذه العملية .

و يتحدد مستوى التغطية المذكور أعلاه من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{الربح الكلي}}{\text{الفوائد الموزعة} \times (١٠٠ - \text{معدل الضرائب}) + \text{الأرباح الموزعة الخاصة بالأسهم الممتازة} \times ١٠٠} \\ ١٠٠ - \text{معدل الأرباح}$$

مع الإشارة إلى أنه من الصعب تحديد النسبة المثلى للتغطية،إذ أنّها تختلف باختلاف نشاط المؤسسة ، و القطاع الذي تنتمي إليه هذه الأخيرة . لكن يمكن القول أنّ دراسة إتجاه هذه العملية خلال السنوات الأخيرة لابد وأن يسجل استقرارا أو ارتفاعا و إلا كانت الشركة في حالة تدهور، و كان بالتالي التوظيف في أسهمها عملية غير مجدية.

ب- <u>الدفع المنتظم للأرباح الموزعة:</u>

إنّ دراسة و فحص مدى إلتزام المؤسسة بالدفع المنتظم للعوائد المستحقة على الأسهم الممتازة، يعتبر عاملا هاما يجب أخذه بعين الإعتبار عند تقييم نوعية التوظيف في الأسهم الممتازة، لأنّ الإنتظام في دفع هذه العوائد يدل على صحة المركز المالي للشركة.

(1) « Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada » ICVM p-12-6- 1997

أما عدم دفع هذه العوائد لمدة سنتين أو أكثر ، فيعني أنّ الشركة تعاني عجز مالي ، لا يسمح للمساهم بالتمتع بحق الحصول على عائده السنوي، ومن ثمّ الإحجام عن الإكتتاب في مثل هذه الأسهم ، وانخفاض أسعارها.

ج)- الحماية المقدمة عن طريق القيمة المحاسبية للأسهم الممتازة:

تمثل القيمة المحاسبية للسهم، القيمة الفعلية حسب ما تظهره سجلات و قيود الشركة من الناحية المحاسبية ، وهي تتكون من رأس المال مضاف إليه الإحتياطات والأرباح غير الموزعة مقسومة على عدد الأسهم(١).

- إنّ القيمة المحاسبية للسهم الممتاز خلال كل السنة من السنوات الخمس الأخيرة، لابد أن تشكل على الأقل ضعف القيمة التي يمكن أن يتحصل عليها حامل السهم الممتاز في حالة التصفية(٢).
- عند دراسة الإتجاه لابد وأن تسجل القيمة المحاسبية للسهم الممتاز، أو ارتفاعا على الأقل خلال الخمس سنوات الأخيرة.

المبحث الثاني: السندات

بالإضافة إلى الأسهم، فإنّ الشركة تحتاج لتمويل مشاريعها، و لبلوغ أهدافها في مواصلة النشاط و توسيعه بأعلى كفاءة وبأكبر مردودية، إلى نوع آخر من التمويل وهو الإقتراض .

يتم هذا الإقتراض إما بصفة مباشرة من البنوك مقابل دفع فوائد سنوية، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات.

السند هو صك قابل للتداول، تصدره الشركات العامة أو الخاصة، وهو يمثل أداة دين.

يعطي السند الحق لحامله بالحصول على فوائد سنوية ثابتة، سواء حققت الشركة أرباحا أم لا ، بالإضافة إلى أنّ حملة السندات يشتركون مع الدائنين عند إفلاس الشركة، إلا أنهم لا يتمتعون بحق التصويت في جمعيات المساهمين العامة.

يتضمن السند عادة:

- المبلغ المدفوع لإقتناء السند ،
- المبلغ الذي تتعهده الشركة بتسديده أو القيمة الإسمية ،

(١) أنظر ص-٢٨- من هذه الرسالة .
(٢)<< Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada >> ICVM P-G-15- 1997

- مدة القرض ،
- سعر الفائدة .

يوفّر السند لحامله ثبات وإستمرارية العائد ، إضافة إلى الأمان في إستيراد المبلغ المستثمر ، لكن مقابل هذا يتعرّض الحامل إلى بعض الأخطار المتمثلة في :

- مخاطر تقلب أسعار الفائدة والمتعلقة بإرتفاع الأسعار السوقية للفائدة خاصة في فترات التضخم .
- مخاطر السيولة خاصة إذا كان حجم الإصدار ضئيلا .
- مخاطر الإستثمار والمتعلقة بإعادة إستثمار الفوائد أو القيمة الإسمية عند إستحقاقها بعوائد مجزية .
- مخاطر إستدعاء السند عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق .

المطلب الأول: أنواع السندات

هناك العديد من أنواع السندات الشائعة الإستخدام و التداول في السوق المالي ، وتختلف هذه الأنواع طبقا لإختلاف خصائص و مميزات كل منها :

١- السندات الحكومية:

تعمل الحكومة عادة على تنفيذ مشاريع تنموية ضخمة، تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة ، فتتزايد في بعض الأحيان النفقات الحكومية مقارنة بإيراداتها ، مما يجعلها مضطرة إلى اللجوء لسياسة الإقتراض كوسيلة لمواجهة العجز .

من بين أساليب الإقتراض التي تستخدمها الدولة ، طرح سندات حكومية ، تعتبر هذه السندات سهلة التداول ، تتميز بنسبة عالية من الضمان مقارنة بالسندات الأخرى ، وهذا راجع لمكانة و ثقل جهة الإصدار.ومن بين السندات الحكومية الشائعة الإستخدام نجد:

- أذونات الخزينة: وهي أدوات دين قصيرة الأجل ، ذات معدل فائدة ثابت ، تصدرها الدولة لتأمين نفقاتها الدورية . ويكون استحقاق هذه الأذونات بعد(٩٠)يوم أو (١٨٠) يوم [1] أو (٣٦٠) يوم من تاريخ إصدارها .

تباع هذه الأذونات بأقل من قيمتها الإسمية ، و يكون مردودها هو الفرق ما بين سعر الشراء و القيمة الإسمية .

(1) Bons du tresor à 3 mois , de 6 mois et une (1) année

تصدر هذه الأذونات بقيم معتبرة ، ولذا فهي تجلب عادة كبار المستثمرين ، كالبنوك و شركات التأمين .

- **سندات الإدّخار**: يوّجه هذا النوع من السندات عادة إلى المدخر البسيط ، حيث أنها تصدر بقيم صغيرة تكون في متناول الجميع .

سندات الإدخار هذه هي سندات إسمية ، لا يمكن أن تكون لحاملها ، تصدر و تسدد بقيمتها الإسمية مع تحقيق عائد سنوي ، كما يمكن تسديدها في أي وقت بعد مرور مدّة معينة من تاريخ الإصدار.

يمكن تقديم هذه السندات كضمان للبنك عند طلب قرض ما.

٢- **<u>السندات ذات أسعار الفائدة العائمة:</u>**

لا يعتبر سعر السند في هذه الحالة ثابت ، إنما يتغير بتغير معدلات الفائدة ، التي تتميز بتقلبات كبيرة . من بين المزايا التي يقدمها هذا النوع من السندات ، حماية المدخر من التأثير السلبي الذي يمكن أن تمارسه التقلبات الكبيرة لأسعار الفائدة على سعر السند .

٣- **<u>السندات ذات أسعار الفائدة الثابتة:</u>**

وهي السندات التي يتم تحديد أسعارها ، رغم التقلبات التي يمكن أن تخضع لها أسعار الفائدة ، و مهما كان حجم نشاط المؤسسة أو النتيجة المحققة من طرف هذه الأخيرة.

٤- **<u>السندات المضمونة بأصل:</u>**

لكي تحصل بعض الشركات على حاجاتها من الأموال ، فهي تلجأ في بعض الأحيان إلى تقديم ضمانات عينية لوفاء القرض ، كأن تقوم برهن عقاراتها ، وهذا من أجل جذب رؤوس الأموال ، و تشجيع الإكتتاب في مثل هذا النوع من السندات .

٥- **<u>السندات الغير مضمونة:</u>**

وهي تلك السندات التي تصدرها عادة الشركات الكبيرة الموثوق بها . ويتحقق الضمان الفعلي لهذه السندات في المركز المالي للشركة و قدرتها على مواجهة إلتزاماتها اتجاه دائنيها .

٦- **<u>السندات المرفقة بأذونات الإكتتاب:</u>**

كما ذكر سابقا(١) ، فإنّ أذونات أو قسيمات الإكتتاب ، وهي أذونات تسمح لحامليها بشراء أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال مدّة معينة .

تعمل أذونات الإكتتاب المرافقة للسندات على تسهيل بيع هذه الأخيرة.

٧- **<u>السندات المستحقة الوفاء بعلاوة إصدار:</u>**

تقوم الشركة في مثل هذه الحالة بإصدار سندات بمبلغ معين ، مع التعهد بتسديد هذا المبلغ عند الإستحقاق ، مضافا إليه مبلغا آخر يسمى العلاوة .

يتّم إصدار هذا النوع من السندات لجلب المدخرين و حثهم على الإكتتاب بها .

---

(١) أنظر ص- ٣٠ - من هذه الرسالة .

٨- **السندات القابلة للتحويل:**

لتشجيع المدخرين على الإكتتاب بالسندات ذات المعدل الثابت ، تقوم بعض الشركات بتوفير عدد من المزايا لهذه السندات ، من بينها قابلية التحويل .

إذ يصبح من حق المكتتب بمقتضى هذا البند تبديل السندات بأسهم عادية بسعر محدد مسبقا .

و يمكن ممارسة هذا الحق خلال فترة زمنية معينة .

إنّ بند قابلية التحويل يسمح للمكتتب بالحصول على إيراد ثابت ، وفي نفس الوقت تحقيق ربح مالي معيّن إذا ما تم ارتفاع أسعار الأسهم العادية .

٩- **السندات القابلة للإستدعاء:**

قد تقوم الشركة بإصدار مجموعة من السندات شرط التمتع بحق استدعائها ، وسدادها قبل موعد الإستحقاق المحدد ، سواء عن طريق الإختيار العشوائي أو عن طريق شراءها من السوق المالي .

١٠- **السندات ذات مبالغ الإهتلاك:**

تشترط بعض العقود ، تكوين صندوق يخصص لتراكم الأموال اللازمة لتسديد قيمة السند عند تاريخ الإستحقاق .

⇦ **إهتلاك السند :**

عادة ما يشكل تسديد قيمة السند عادة عبئ جد ثقيل على المؤسسة ، خاصة إذا ما تمت عملية التسديد هذه مرة واحدة عند تاريخ الإستحقاق ، فقد تجد المؤسسة نفسها في وضعية مالية حرجة ، لا تسمح لها بالتسديد الكلي للدين، وحتى إذا قامت بتسديده فقد يؤثر ذلك على توازنها المالي .

و لتجنب مثل هذا الخطر ، تم تحديد عدة طرق لسداد السندات ، نذكر بينها :

أ- **تكوين إحتياطي استهلاك السندات :**

يشكل مبلغ الإستهلاك إحتياطي من رأس المال المتراكم خلال فترة معينة ، بشكل دوري و ذلك بغية تسهيل عملية تسديد الدين عند حلول أجل استحقاقه .

وإذا ما نص نظام الإصدار على شرط تكوين الإحتياطي ، تصبح هذه العملية صفة قانونية و إلزامية بالنسبة للشركة .

يتم تشكيل هذا الإحتياطي بعدة طرق نذكر من بينها :

- تخصيص نسبة مئوية محددة من قيمة السندات التي تمّ إصدارها .
- تخصيص نسبة مئوية ثابتة من أرباح الشركة كل سنة .
- تخصيص مبلغ سنوي ثابت .

- تخصيص مبلغ سنوي متزايد أو متناقص .

وعادة ما تقوم الشركات بتوظيف إحتياطي الإستهلاك في انتظار حلول موعد الإستحقاق .

ب - التسديد المسبّق:

تلجأ الشركات عادة إلى التسديد المسبق ، إذا ما تمّ إنخفاض سعر السوق للسند أقل من قيمته الإسمية ، و يحصل ذلك عند ارتفاع أسعار الفائدة الجارية في الأسواق ، أو عند ضعف الثقة بهذه السندات .

أما في الحالة المعاكسة ، أي إذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الإسمية فإنّ التسديد يتم عن طريق السحب بالقرعة . بحيث تعمد الشركة إلى وفاء قيمة القرض على دفعات متعددة ، وتلجأ من أجل ذلك إلى تعيين عدد من السندات يحدد ميعاد استحقاقها بطريقة القرعة(١) ، حتى لا يتضرر قسم من حملة السندات و يستفيد القسم الآخر ، وعادة ما تقوم الشركة بدفع علاوات لحملة السندات التي تمّ استهلاكها .

المطلب الأول: العوامل المحددة لسعر السند:

يخضع تحديد سعر السند لتأثير عدة عوامل في غاية الأهمية وعند التحدث عن سعر السند فعادة ما تتم التفرقة بين القيمة الإسمية و القيمة الجارية للسند .

- يقصد بالقيمة الإسمية للسند القيمة التي يصدر بها هذا الأخير ، و التي تبقى ثابتة طيلة مدة الإستحقاق
- أما القيمة الجارية فهي تمثل القيمة السوقية للسند(٢) ، والتي تتعرض للتقلبات باستمرار .

أما العوامل التي تتدخل في تحديد سعر السند ، فيمكن حصرها في أربع عوامل رئيسية :

١- أسعار أو معدلات الفائدة:

وهنا أيضا نذكر أنّ هناك مفهومان لسعر الفائدة :

سعر الفائدة الإسمي: وهو السعر المسجل على السند عند إصداره ، والذي يمثل معدل العائد السنوي أو السداسي ، الذي يلتزم المصدر بتسديده إلى حامل السند .

- سعر الفائدة الجاري: وهو السعر المسجل في الأسواق المالية و الذي يخضع لتقلبات عديدة ، تبعا لتغير عدة عوامل .

وعادة ما يكون سعر الفائدة الإسمي مساويا أو أعلى من سعر الفائدة الجاري ، بهدف تشجيع الأفراد على الإكتتاب في مثل هذه السندات.

تتغير القيمة الجارية للسند تبعا لتقلبات أسعار الفائدة ، إذ تربط بينهما علاقة عكسية نجد تفسيرها من خلال المعادلة الرئيسية المستخدمة في الرياضيات المالية

---

(١) << البورصة . بورصة الجزائر >> شمعون شمعون ص-٣٠- ١٩٩٣

(2) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada >> ICVM p-30-6- 1997

والمتمثلة في:

$$ق_ج = ق_إ (١ + م)^{-ن}$$

حيث يمثل : $ق_ج$: القيمة الجارية للسند

$ق_إ$: القيمة الإسمية للسند

م : معدل الفائدة الجاري

ن : مدة الإستحقاق.

وهكذا يتبين لنا أنّ ارتفاع سعر الفائدة الجاري ، يؤدي إلى انخفاض القيمة الجارية للسند ، و العكس صحيح ، أي أنّ انخفاض سعر الفائدة الجاري سيؤدي إلى ارتفاع القيمة الجارية للسند .

٢- **درجة يسار ووفاء جهة الإصدار:**

يتجه المستثمرين عادة إلى شراء السندات التي تقدّم أكثر ضمانا. فكلما كان احترام الشركة لإلتزاماتها كبيرا ، كلما زادت ثقة المستثمرين بها ، وبالتالي زاد تهافتهم على شراء سنداتها ومن ثمّ ارتفاع أسعار هذه الأخيرة .

إنّ الصحة المالية للشركة تلعب دورا كبيرا في تحديد سمعة هذه الأخيرة ، و التي تؤثر تأثيرا شديدا على سعر السند ، إذ تنهار القيمة الجارية للسند مع تدهور المركز المالي للجهة التي أصدرته .

٣- **مدة استحقاق السند:**

إنّ احتمال حدوث تقلبات سياسية ، إقتصادية أو إجتماعية يكون أكبر عندما تكون مدة استحقاق السند أطول ، كما أن المركز المالي للشركة المصدرة يكون أكثر قابلية للتغير على المدى الطويل منه على المدى القصير .

وبالتالي فكلما كانت فترة السداد أطول ، كلما كان معدل الفائدة أكبر . وبالرجوع إلى ما ذكر سابقا، فإن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى إنخفاض سعر السند والعكس صحيح .

٤- **العمليات المتعلقة بتخصيص مبالغ الإستهلاك:**

لحث المستثمرين على الإكتتاب في السندات ، تقوم بعض الشركات بإصدار سندات مرفقة ببعض البنود التي من شأنها أن تؤمن وضعية المكتتب ، وتزيد من قيمة السند ، وبالتالي يرتفع سعر هذا الأخير.

ومن البنود الشائعة الإستخدام في هذا المجال نجد: بند تخصيص مبالغ الإهتلاك، وبند إعادة الشراء[1] .

المطلب الثالث: تقييم نوعية التوظيف في السندات:

إنّ عملية تقييم نوعية التوظيف في السندات ، تعتبر جد مهمة بالنسبة للمستثمر، إذ تسمح له بإتخاذ القرار المناسب لإستخدام مدخراته بأفضل كيفية ممكنة.

وترتكز هذه العملية أساسا على تحليل الوضعية المالية للشركة ، وحساب بعض المؤشرات الكمية التي من شأنها أن توّضح قدرة الشركة على تسديد ديونها في الوقت اللازم . وبالتالي استخراج كل نقاط الضعف والقوة للمؤسسة .

يتطلب التقييم الفعال ، تحليل جد مدقق لنسبة من العوامل الرئيسية التي من شأنها أن تجيب على الأسئلة التالية:

- هل تسمح أرباح المؤسسة بتسديد الفوائد في مواعيدها المحددة ؟
- هل تملك الشركة هامش تمويل ذاتي كافي لتسديد قيمة الدين ؟
- هل تمثل قيمة الدين نسبة معقولة مقارنة بحصص المساهمين ؟
- هل أن أصول الشركة كافية لتسديد الدين في حالة التصفية ؟

١- تغطية الفوائد:

للإجابة على السؤال الأول يتّم عادة استخدام مؤشر تغطية الفوائد الذي يتحدد كما يلي :

$$\text{مؤشر تغطية الفوائد} = \frac{\text{الأرباح المخصصة لتسديد الفوائد}}{\text{مجموع الفوائد}}$$

يتبين من خلال هذا المؤشر أنه من الضروري أن تكون الأرباح جد معتبرة مقارنة بالفوائد التي يجب دفعها ، حتى يتمكن المستثمر من ضمان حقوقه ، في حالة ما إذا تمت تصفية الشركة لسبب أو لآخر .

و للحصول على معلومات أكثر دقة يتّم التقييم عادة بالنسبة للأربع أو الخمس سنوات الأخيرة ، مع دراسة الإتجاه من سنة لأخرى ، وتحديد النسب المثلى ، الواجب الإعتماد عليها بالنسبة لكل قطاع .

---

(١) أنظر ص- ٢٩ - من هذه الرسالة .

من المهم أن تدلي دراسة الإتجاه باستقرار أو ارتفاع هذا الأخير من سنة لأخرى .

٢- **تسديد القرض:**

للتمكن من تقدير مدى إمكانية المؤسسة على تسديد القرض عند تاريخ الإستحقاق ، وللإجابة على السؤال الثاني يتّم عادة استخدام المؤشر التالي:

$$\frac{\text{هامش التمويل الذاتي}}{\text{مجموع الديون}}$$

كلما كان هذا المؤشر كبيرا ، وكلما سجل استقرار أو ارتفاعا من سنة لأخرى ، خاصة خلال الخمس سنوات الأخيرة ، كلما كان ذلك أفضل .

٣- **قيمة القرض:**

للإجابة على السؤال الثالث ، يتم استخدام المؤشر التالي ، الذي يقيس مدى اعتماد المؤسسة في تمويل مشاريعها، على القروض مقارنة بحصص المساهمين.

$$\frac{\text{مجموع القروض}}{\text{مجموع الأموال الخاصة}}$$

إنّ الإعتماد الكبير على القروض من شأنه أن يؤثر على الحالة المالية للمؤسسة ، خاصة في أوقات الأزمات ، ولهذا فإن السياسة التمويلية المحكمة ، يجب أن تعتمد على قدر معقول من القروض مقارنة بالأموال الخاصة.

٤- **تغطية الديون عند التصفية:**

يستخدم عادة للإجابة على السؤال الرابع المؤشر التالي:

$$\frac{\text{مجموع الأصول العينية الصافية}}{\text{مجموع الديون}}$$

وفي هذا المجال نشير إلى ضرورة تغطية جميع الديون بقيمة الأصول الصافية في حالة التصفية ، أي كلما كان هذا المؤشر أكبر كلما كان ذلك أفضل سواء للشركة أو للمستثمر .

المبحث الثالث: تسعير الأوراق المالية

يخضع تسعير الأوراق المالية بالبورصة إلى طرق عدّة تطوّرت مع تطوّر آليات البورصة وحجم العمليات المبرمة ، إضافة إلى التطورات التكنولوجية التي سمحت بإستخدام أحدث الوسائل والتقنيات التي من بينها الإعلام الآلي الذي أصبح يستخدم اليوم في شتى المجالات وخاصة في مجال تسعير الأوراق المالية .

يتحدد سعر الأوراق المالية طبقا لتلاقي قوى العرض والطلب التي تتغيّر تبعا لعوامل عدّة : إقتصادية ، مالية أو خارجية مؤثرة بذلك تأثيرا سلبيا أو إيجابيا على أسعار الأوراق المالية .

المطلب الأول: أنماط تسعير الأوراق المالية

يمثل سعر البورصة لورقة مالية ما ، القيمة التي تبلغها هذه الأخيرة بعد تلاقي قوى العرض و الطلب خلال أي جلسة من جلسات البورصة ، والذي يدوّن بعد انتهاء الجلسة فوق لوحة التسعيرة .

يتّم تحديد هذه الأسعار بعدة طرق ، تطورت بتطور السوق المالي و حجم العمليات المبرمة في البورصة ومن أكثر الطرق استخداما نجد:

١- طريقة المناداة:

يتّم تسعير الأوراق المالية وفقا لهذه الطريقة ، بصفة شفوية بحيث يلتقي الوسطاء ، وبحوزتهم جميع العروض و طلبات موكليهم في مقصورة البورصة ، أين يتم الإعلان عن كل العروض بأعلى صوت .

ونظرا للضجيج و الفوضى التي تحدثهما المناداة ،فإنّه يلجأ عادة إلى إستعمال الإشارات ؛ ويقوم أحد مندوبي لجنة تنظيم البورصة بتوجيه المناداة والإعلان عن سعر التوازن النهائي الذي يتّم تسجيله على لوحة التسعيرة الرسمية .

رغم الشفافية التي تقدمها أو توفرها هذه الطريقة ، إلا أنها تحمل عيبا كبيرا وهو تأخر وصول الطلبات .

٢- طريقة الصندوق:

يقوم الوسطاء طبقا لهذه الطريقة ، بوضع طلبات الشراء وعروض البيع لموكليهم في صناديق خاصة[1] ، حيث يقوم ممثل لجنة تنظيم البورصة بعد ذلك بعملية الفرز وتحديد سعر التوازن .

تعتبر هذه الطريقة جد سهلة وسريعة ، كما أنها تسمح بإقتصاد الوقت .

---

(١) يخصص لكل قيمة مسعّرة صندوق معيّن

٣- **الطريقة الآلية:**

هي طريقة جد متطورة ، يتّم من خلالـها عـرض تسـعير الأوراق الماليـة ، وتحديـد أسـعار التـوازن بصفة مستمرة على شاشة الكمبيوتر ، دون أن يحتاج الوسيط للتنقل إلى المقصورة .
تسمح هذه الطريقة بسرعة تنفيذ الأوامر ، ومتابعة تغيرات الأسـعار بصفـة مسـتمرة وهـي تعتبر التقنيـة الأكثر استعمالا في أكبر بورصات العالم .

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في أسعار الأوراق المالية

تخضع أسعار الأوراق المالية لتقلبات مستمرة ، ولا يمكن التنبؤ بمدى ارتفاع أو انخفاض سـعر أي ورقة بصفة دقيقة ، وذلك نظرا لتدخل عدة عوامل لا تخضع لقوانين ثابتة ، والتي تلعب دورا هاما في هذه التقلبات

تنحصر هذه العوامل في ثلاث نقاط رئيسية :

- العوامل الإقتصادية
- العوامل المالية
- العوامل الخارجية

١- **العوامل الإقتصادية:**

تمارس الظروف الإقتصادية بصفة مباشرة أو غير مباشرة تأثيرا واضحا على أسعار الأوراق المالية المعلنة في البورصة .

١-أ)- **إتساع نشاط وفعالية المؤسسة المصدرة للأوراق المالية:**

يهدف المدخرين من خلال توظيف أموالهم إلى تحقيق أكبر عوائد ممكنـة ، ولـذا فـهم يتجـهون عـادة إلى الإكتتاب في الأوراق المالية للشـركات التـي تتمتـع بصحـة ماليـة معتبرة ، والتـي لـها آفـاق مسـتقبلية واسعة .

فنجاح واتساع نشاط أي مؤسسة من شأنه أن يزيد في تطوير وازدهار هذه الأخـيرة ، ممـا يسـمح بتحقيـق أرباح عالية ، الشيء الذي يؤثر على توجيه المضاربين في سوق الأوراق المالية إلى طلب شراء أسـهم و سندات هذه الشركة . فارتفاع العائد الذي يمكن أن يقدمه السهم أو السند لمكتتبيه، من شأنه أن يؤثـر تـأثيرا كبيرا على ميل أسعار هذه الأوراق نحو الإرتفاع .

أما في حالة انخفاض العائد ، نتيجة لسوء تسيير المشـروع وتقـهقر المركـز المـالي للشـركة ، فـإن إحجـام المستثمرين على شراء أسهم و سندات هذه الشركة يكون واضحـا ، ممـا ينتـج عنـه انخفـاض أسـعار هـذه الأوراق .

١ - ب)- **ظهور تكنولوجيا جديدة:**

إن ظهور تكنولوجيا جديدة ، من شأنه أن يساهم في تطوير و ازدهار المؤسسة. وبالتالي فكلما أتيحت الفرص لإختراع جديد أو إبتكار على مستوى القطاع أو المؤسسة ، زاد تهافت الجمهور على شراء أسهم و سندات هذه الأخيرة ، ومن ثمّ إرتفاع أسعارها .

٢ - **العوامل المالية:**

يتم تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة على أساس قانون العرض و الطلب ، فكلما زادت كمية رؤوس الأموال المعروضة، كلما تحسنت أسعار الورقة المالية المعنية متجهة بذلك نحو الصعود . وبالعكس فكلما انخفضت كمية رؤوس الأموال المتداولة داخل البورصة و الخاصة ببيع و شراء القيم المنقولة ، كلما اتجهت الأسعار نحو الإنخفاض أو التدهور.
إن عملية إرتفاع وانخفاض رؤوس الأموال هذه ، خلال عمليات البورصة تعود إلى عدة أسباب ، والتي قد تصنف ضمن العوامل المالية ، التي نذكر من بينها:

٢-أ)- **الإدخار:**

يمثل الإدخار جزء من قيمة الدخل ، الذي لم يتم إنفاقه ، ولا يكون لهذا الإدخار أية قيمة إذا ما لم يتم توظيفه بأي شكل من الأشكال ، و التي من بينها تملك أسهم و سندات الشركات(1) .
تتميز فترات الإنتعاش بتوفير كميات كبيرة من الإدخار الذي قد يوجه إلى الأسواق المالية ، حيث تكثر المضاربات و المبادلات . بينما يقل الدخل والذي يوجه كليا إلى الإنفاق في السلع الإستهلاكية خلال فترات الركود ، متى تتصف سوق الأوراق المالية بالجمود و قلة العمليات.

٢ - ب)- **سياسة الإئتمان:**

تلعب سياسة الإئتمان التي تتبعها المصارف دورا هاما في تمويل عمليات البورصة(٢). فكلما عملت البنوك على تسهيل و توسيع الإعتمادات المقدمة للزبائن ، كلما زادت كمية رؤوس الأموال الموجهة إلى تنشيط حركة البورصة.

٢-ج)- **السياسة الضريبية:**

تتأثر أسعار الأسهم في البورصة تأثرا كبيرا بمعدلات الضرائب المفروضة على أرباح الشركات.
إن ارتفاع هذه المعدلات يؤدي إلى التقليل من أرباح الشركة ، وهذا يعني قلة الأرباح الموزعة ، أو الإيراد الذي يولده السهم ، فينتج عن ذلك انخفاض الأسعار الجارية لهذا الأخير . أما انخفاض المعدلات الضريبية ، فيساعد على زيادة أرباح الشركة التي تعمل على زيادة دخل السهم ، وبالتالي ارتفاع أسعارها

---

(1) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada >> ICVM p-4 –16 1997
(٢) << البورصة – بورصة الأوراق المالية - >> شمعون شمعون ص-٧١- ١٩٩٣

في البورصة. ونفس الشيء يمكن قوله ، بالنسبة للتغيرات التي تطرأ على معدلات الضرائب ، التي تزيد في جلب المستثمرين ، ويحدث العكس تماما في حالة انخفاض هذه المعدلات .

٢ - د)- هجرة رؤوس الأموال:

تبحث رؤوس الأموال عادة عن الأماكن أين يسود الإستقرار السياسي والإقتصادي ، فتؤدي الحروب و الإضطرابات السياسية والإقتصادية إلى تقلبات كبيرة في الأسعار ، ولتجنب مثل هذه الإضطرابات ، يعمد الكثير من المدخرين إلى نقل رؤوس أموالهم من بلد لآخر بحثا عن الأمان وارتفاع العوائد .

٣)- العوامل النفسية:

تلعب العوامل النفسية دورا هاما في توجيه الأسعار في سوق الأوراق المالية نحو الإرتفاع أو الإنخفاض .

ويقصد بالعوامل النفسية ، تلك العوامل التي تؤثر سلبا أو إيجابا على قرارات المستثمرين المتعاملين بالبورصة .

فلا يخلو السوق المالي من الإشاعات التي قد تكون حقيقة أو زائفة ، والتي تؤثر في كلتا الحالتين على أسعار الأوراق المالية ، إذ نجد تهافت المتعاملين على الشراء في حالة سماع أخبار مفرحة ، في حين يعمد هؤلاء إلى البيع لدى سماعهم أخبار سيئة .

كما يعمد الكثير من المضاربين إلى نشر الإشاعات الخاطئة ، في السوق بهدف توجيه الأسعار نحو الإنخفاض أو الإرتفاع ، أو لتركيز العمليات على فئة معينة من الأوراق المالية ، للإستفادة من هذا التوجيه أو التركيز .

المبحث الرابع: هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

تعتبر هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، هيآت متخصصة في بناء تشكيلات متنوعة من الأوراق المالية ، تتميز كل منها بميزات معينة من حيث العائد و المخاطر ، بما يتوافق وأهداف فئات مختلفة من المستثمرين ، ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله

إن إنشاء و تطوير مثل هذه الشركات يعود إلى عدة أسباب نذكر من بينها:

- تلبية إحتياجات المستثمرين ذوي المدخرات صغيرة الحجم ، والتي لا تسمح لهم ببناء محفظة خاصة من الأوراق المالية .
- تلبية إحتياجات المستثمرين الذين تتوفر لديهم موارد مالية وفيرة ، لكن لا تتوفر لديهم الخبرة و المعرفة ، أو الوقت الكافي لإدارة محافظهم المكونة من الأوراق المالية .

- تحقيق قدر كافي من التنويع الذي يسمح بتوفير الحماية اللازمة ضد مخاطر تقلبات أسعار السوق لمكونات التشكيلة .

تلعب هذه الهيآت دور فعال في تنشيط حركة الأسواق المالية ، نظرا لنشاطها الكثيف و المتمثل في شراء و بيع عدد كبير من الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق .

ومن بين الهيآت الشائعة النشاط في هذا الميدان نجد :

- شركات الإستثمار .
- صندوق التوظيف الجماعي .

المطلب الأول: شركات الإستثمار

هي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة(١).

تتكون التشكيلة عادة من مجموعة من الحصص المؤلفة من الأسهم ، السندات ، وأذونات الخزينة ، ويتمثل حق المستثمر في حصة أو عدد من الحصص في التشكيلة ككل ، يحصل مقابلها على شهادة تثبت ذلك الحق .

ويمكن تصنيف شركات الإستثمار في مجموعتين رئيسيتين :

أ)- **شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت:**

هي نوع من شركات الإستثمار ، التي تملك تشكيلة من الأوراق المالية ، التي لا يطرأ عليها أي تغيير - إلا نادرا - وذلك حتى تاريخ إنقضاء الشركة(٢) .

تقوم هذه الشركات بإصدار عدد ثابت لا يتغير من الأسهم التي تباع للجمهور ، ثم استخدام المبالغ المتحصل عليها في تكوين محافظ متنوعة تديرها لصالح المساهمين فيها .

يمنع عقد إنشاء هذه الشركات عادة إصدار أسهم إضافية ، إلا أنه يسمح لها باللجوء عند الحاجة إلى إصدار سندات أو أسهم ممتازة ، يكون لحملتها الأولوية على حملة الأسهم العادية من حيث الحصول على مستحقاتهم .

لا تقوم شركات الإستثمار ذات رأس المال الثابت بإعادة شراء أسهمها من السوق إلا في حالات نادرة(٣) ، إذا ما رغب المستثمر في إعادة بيعها ، إنما يجب على هذا الأخير أن يتجه إلى السمسار الذي يتعامل معه

---

(١) << صناديق الإستثمار – في خدمة صغار وكبار المدخرين - >> منير إبراهيم هندي ص-١٢- ١٩٩٤.
(٢) << صناديق الإستثمار – في خدمة صغار وكبار المدخرين - >> منير إبراهيم هندي ص-١٢- ١٩٩٤ .
(٣) إذا ما تم هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أدنى بكثير من قيمة الأصل الصافية .

ليقوم بتنفيذ الأمر في السوق المنظمة أو غير المنظمة ، حيث يتوقف سعر أسهم هذه الشركات على العرض والطلب عليها في البورصة .

يتم عادة توزيع الأرباح والفوائد المحصلة بالكامل على حملة الأسهم ، إلا أنه يتم أيضا في كثير من الأحيان إعادة استثمار هذه العوائد ، مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية .

ب)- **شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير:**

هي شركات مغفلة (Anonymes) ، تقوم بإصدار الأسهم للإكتتاب من قبل الجمهور ، ثم تسيير محفظة الأوراق المالية لحساب مساهميها ، يقوم هذا النوع من الشركات بإصدار أو إعادة شراء الأسهم العادية حسب الطلب ، أي أن رأسمالها[1] يتغير بإستمرار ، ومن تم تسميتها بالشركات ذات رأس المال المتغير .

ولا يجوز لهذه الشركات إصدار السندات ، نظرا لأنه بإمكانها إصدار وبيع الأسهم في أي وقت ، ودون التقيد بحجم معين .

فمن يريد شراء أسهم شركات الإستثمار ذات الرأسمال المتغيّر لا يحتاج لإعطاء أمر في البورصة أو إنتظار زيادة في الرأسمال ، إنّما يكفي التقدّم سواءا مباشرة إلى الشركة أو إلى بيوت السمسرة التي تتعامل معهم الشركة لشراء أسهم هذه الأخيرة .

وبنفس الطريقة يتم بيع الأسهم عند الرغبة في الخروج من الشركة مقابل الحصول على القيمة الموافقة للأسهم المباعة .

نظرا للمهمة الأساسية لهذه الشركات ، والتي تتمثل في استثمار على أكمل وجه رؤوس الأموال التي تجتنيها من بيع الأسهم ، فإنها تعتبر أحد أهم المتدخلين على

مستوى البورصة سواء من حيث حجم العمليات أو من حيث تكرارها ، لأنها تسعى بأقصى حد إلى تحسين مردودية حافظتها الإستثمارية .

كما تنقسم شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير ، إلى شركات تقوم بالإستعانة ببيوت السمسرة ، لتوزيع إصداراتها من الأسهم مقابل عمولات شراء يدفعها المستثمر ، وشركات تقوم ببيع أسهمها عن طريق الإعلان عنها في وسائل الإعلان .

---

(١) أي عدد الأسهم المتداولة في السوق .

المطلب الثاني: الصندوق المشترك للتوظيف

لا يختلف الصندوق المشترك للتوظيف عن شـركات الإسـتثمار ذات رأس المـال المتغير مـن حيث عدم ثبات رأس المال ، الذي يتغير بإستمرار .

يشتمل في الصندوق المشترك للتوظيف في تشكيلته على أسـهم عاديـة ، أسـهم ممتـازة ، والأوراق الماليـة الأخرى ذات الدخل الثابت ، وتختلف نسبة الأسهم أو السندات المشكلة للمحفظة بإختلاف الأهداف المحددة للصندوق .

يتكون رأسمال الصندوق المشترك للتوظيف من مجموعة من الحصص ، بحيث يستطيع حامل أي حصـة استرداد أمواله في أي وقت عن طريـق تقديـم حصصـه إلـى الصنـدوق الـذي يقـوم بإعـادة شـرائها بسـعر التصفية.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الإستثمار في هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .

بإختيار الإستثمار في هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولـة ، فـإن المسـتثمر يسـعى إلـى تحقيـق ثلاث أهداف رئيسية:

- الحماية
- السيولة
- الربح أو الدخل

تعمل هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة على تسيير أموال المسـاهمين ، أو حـاملي الحصـص مـع السعي إلى تحقيق هذه الأهداف ، فهي تقدم عدة مزايا ، ومع ذلك فهي لا تخلو من العيوب .

١)- المزايا:

من بين المزايا التي يقدمها أو يوفرها الإستثمار في هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة نذكر:

أ)- التسيير المحترف:

يحتاج المستثمر عادة عند شرائه للأوراق المالية ، إلى الإطلاع على كثير من الأمور لإختيار تشكيلة الأوراق المالية المناسـبة ، كمـا يجـب عليـه أن يقـوم بتتبـع مسـتمر لحركـات السـوق و تقلبـات الأسـعار ، بالإضافة إلى ضرورة احتفاظه بكافة الوثائق و السجلات الخاصة بهذه العملية .

ص : القيمة السوقية للأوراق المالية
خ : القيمة الدفترية للخصوم (سندات و قروض)
ن : عدد الأسهم العادية .

(١) $\text{سعر التصفية} = \frac{\text{ص} - \text{خ}}{\text{ن}}$

لكن يفتقر المستثمر في حقيقة الأمر في غالب الأحيان إلى الدراية و الخبرة اللازمة للقيام بمثل هذه المهام لذلك فإن التوّجه لهيآت التوظيف الجماعي يكون عادة لصالح المستثمر ، إذ من شأنه أن يخفف العبء على هذا الأخير ، و يسمح له بتحقيق معدل عائد مرتفع بفضل المسيرين المحترفين المسلحين بأفضل الوسائل و التقنيات .

فهيآت التوظيف عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين و باحثين متميزين مما يمكنها من إدارة إستثماراتها بمستوى عال من الكفاءة(١) .

ب)- <u>التنويع:</u>

يسمح الإستثمار في هيآت التوظيف الجماعي بالقيم المنقولة ، بتنويع الحافظة الإستثمارية عن طريق شراء قيم مختلفة (أسهم ، سندات) لمنشآت مختلفة ،

وقطاعات متنوعة ، مما يسمح بتوزيع و بالتالي تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة الحصص .

ج)- <u>هيآت مختلفة:</u>

هناك عدد متنوع من هيآت التوظيف الجماعي ، التي تمنح خدمات و مزايا متعددة ومتنوعة ، تسمح للمستثمر بتحقيق عدد كبير من الأهداف الخاصة بالتوظيف.

د)- <u>تعددية خطط الشراء:</u>

تقترح هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ، عدد من خطط الشراء التي تتوافق و إمكانيات وأهداف المستثمر ، حيث يتسنى لهذا الأخير الشراء عن طريق الدفع مرة واحدة عند بداية العملية ، أو الدفع التدريجي ، حسب خطة التوفير المعينة.

ه)- <u>السيولة:</u>

تمثل السيولة أحد الميزات الهامة لأسهم أو حصص هيآت التوظيف الجماعي(٢) ، إذ يتمكن المساهم أو حامل الحصص بتحويل الأوراق المالية التي بحوزته إلى مبالغ نقدية في أي وقت ، وذلك إما عن طريق إعادة بيعها للهيئة نفسها ، أو عرضها للبيع في سوق البورصة حسب الحالة .

و)- يمكن تقديم الأوراق المالية المتحصل عليها من طرف هيآت التوظيف الجماعي ، كضمان للقروض البنكية

---

(١) << صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين >> منير إبراهيم هندي ص-٤٢- ١٩٩٤
(٢) شركات الإستثمار والصناديق المشتركة للتوظيف ، كما هناك أنواع مختلفة لشركات الإستثمار ذات الرأسمال المتغيّر كالشركات النقدية ، شركات الأسهم ، شركات السندات ، الشركات المختلطة والشركات المتخصصة .

٢- <u>العيوب:</u>

من بين أهم العيوب التي يختص بها الإستثمار في هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة نذكر:

- كبر حجم مصاريف الشراء ،
- كبر حجم مصاريف التسيير ،
- رغم التخصص الذي يمتاز به مسيري هيآت التوظيف الجماعي ، إلا أن هناك احتمال حدوث أخطاء في التقدير ، التنبؤ أو التسيير ،
- تفضل عادة هيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التوظيف الطويل الأجل وهذا لا يلائم بعض المستثمرين .

الفصل الثالث: أهمية البورصة وعلاقتها بالمؤسسة

تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الإدّخار والإستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الإقتصادية أو ذات الإقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام والخاص دوره في هذا الشأن .

فالبورصة تشكل مؤسسة حيوية بالنسبة لشركات المساهمة والإقتصاد ككل بفضل ما توّفره من مزايا وما تؤديه من مهام في مجال تجميع أموال الأفراد ، البنوك التجارية ، صناديق الإدّخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال ، ثم توجيهها إلى مجالات الإستثمار المختلفة عن طريق تمويل المؤسسات والإقتصاد بصفة عامة .

تساعد البورصة إذا ، المؤسسات على نشر رأسمالها عبر الجمهور بطرق عديدة[1] ، ثم تقييد الأوراق المصدرة في التسعيرة الرسمية الشيء الذي يساهم في الإعتراف بقدرة المنشأة وكفاءتها مما يخلق درجة معيّنة من الإطمئنان والثقة في أوضاعها .

ولعلّ أهّم علاقة تربط المؤسسة بالبورصة ، إنّما هي أسعار الأسهم والسندات من جهة ، ثم تطور تلك الأسعار التي تعكس وضعية المؤسسة من جهة أخرى .

أمّا على المستوى الكلي فتشكل البورصة مؤشرا للحالة الإقتصادية إذ أنّها تساعد في تحديد الإتجاهات العامة في عمليات التنبؤ ، فهي المركز الذي يتّم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي وتسجيلها .

ونشير في هذا الصدد إلى أنّ وجود السوق المالي ونشاطه يرتكز على التعامل بين ثلاث فئات رئيسية :

- فئة المقرضين .
- فئة المقترضين .
- فئة الوسطاء .

١ـ فئة المقرضين:

تتشكل هذه الفئة من مجموع الأعوان الذين يحققون فائضا ناتج عن زيادة دخولهم النقدية مقارنة باحتياجاتهم الإستهلاكية .

تضم هذه الفئة:

---

(١) أنظر ص من -٦٢ - هذه الرسالة .

- **البنوك:** يقوم عمل البنوك أساسا على تقديم قروض للمؤسسات الخواص والدولة ، بمعدلات فائدة تفوق المعدلات التي تدفعها لأصحاب الودائع ، وحسابات الإدخار .

إن الفرق بين المعدلين يشكل الفائض الذي تحققه البنوك بعد تغطية نفقات الإستغلال والذي يمكن توظيفه في سوق الأوراق المالية .

- **شركات التأمين:** يتأتى الفائض الذي تحققه هذه الشركات ، من جراء العلاوات المقدمة .
- **الأفراد:** يشكل الأفراد أهم مصادر الإدخار ، وذلك لأن الفوائض النقدية التي تحققها المؤسسات المالية ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد .

٢- فئة المقترضين:

تمثل هذه الفئة مجموعة الأفراد والمؤسسات التي تعاني من عجز مالي ، لتغطية هذا العجز فهي تلجأ إلى الإقتراض إما مباشرة من البنوك ، أو عن طريق اللجوء إلى السوق المالي بإصدار أوراق مالية .

ينطوي تحت هذه الفئة:

- المؤسسات الصناعية والتجارية التي تحتاج إلى رؤوس أموال من أجل تمويل:
  - نشاطات الإستغلال اليومية
  - مشاريع الإستثمار المتوسطة والطويلة الأجل

وبالتالي فهي تقوم بإصدار الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة ، أو غير المنظمة لتغطية احتياجاتها .

- الدولة : عندما تفوق نفقات الدولة الإيرادات التي تتحصل عليها ، فإنها تلجأ إلى الإقتراض من أجل مواجهة نفقاتها ، وذلك عن طريق إصدار سندات حكومية أو أذونات الخزينة .

٣- الوسطاء الماليون:

يشكل الوسطاء الماليون حلقة الوصل بين فئتي المقرضين والمقترضين في سوق البورصة المنظمة ، إذ لا يمكن إتمام أي عملية بيع أو شراء الأوراق المالية، إلا عن طريق السماسرة المقيدون في القائمة المعتمدة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة .

المبحث الأول: أهمية ودور البورصة

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الإقتصادية والمالية لأي بلد ، إذ تسمح بتعبئة وتوزيع رؤوس الأموال على المدى الطويل ، بين مختلف المتعاملين ، مستجيبة بذلك لمتطلبات النمو ، وتمويل المشاريع الضخمة التي تقوم بها الدولة والشركات ، كما أنها تعتبر مقياسا دقيقا لحركة الإستثمار والإدخار في البلد .

المطلب الأول: أهمية ودور البورصة على المستوى الكلّي

١- دفع العجلة الإقتصادية:

تلعب البورصة دورا هاما في عملية التنمية والتطور الإقتصادي ، عن طريق تأمين القنوات التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز ، مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لتمويل المشاريع الضخمة التي تقوم بها الدولة والشركات ، والتي تساهم بشكل فائق في دفع عجلة التطور الإقتصادي إلى الأمام ، وتحقيق قدر كافي من النمو والإزدهار ، بالإضافة إلى أنها تسمح بتأمين أجواء المنافسة الحرة ، حيث أن حرية المبادلات تسمح بزيادة حجم التعامل ، وبالتالي دفع عجلة الإقتصاد إلى الإزدهار [١] .

وبصفة عامة يمكن القول أن هناك علاقة تبادلية بين السوق المالي والوضعية الإقتصادية للبلد ، حيث ينعكس نشاط السوق على زيادة نشاط الإقتصاد الكلي ، كما أن زيادة معدلات النمو والإنتعاش الإقتصادي تؤدي بدورها إلى زيادة نشاط السوق وفعاليته .

٢- تشجيع الإدخار:

تشكل البورصة أداة فعالة لجمع الإدخار وتشجيعه عن طريق إصدار وتداول الأسهم والسندات ، بمختلف المزايا التي تحملها .

فرغم أن الإكتتاب في هذه الأوراق يشكل استثمارا على المدى الطويل ، إلا أنه بإمكان حاملها أن يحولها إلى سيولة عن طريق إعادة بيعها في سوق الأوراق المالية ، مع إمكانية تحقيق فائض مالي في حالة بيعها بقيمة أعلى من سعر الشراء

تعمل البورصة أيضا على تشجيع الإدخار عن طريق السياسة الضريبية المطبقة على عوائد الأوراق المالية ، إذ نجد أن المستثمر عادة جد حساس لهذه السياسة ،

---

(١) << البورصة وأفضل الطرق في نجاح الإستثمارات المالية >> مراد كاظم ص-١٣- ١٩٦٧

بحيث يبحث دائما على تقليل قيمة العبء الضريبي إلى أقصى حد ممكن ، ولهذا الغرض يسعى نظام البورصة على تخفيض هذا العبء ، إذ نجد في كثير من البورصات بعض التسهيلات أو الإعفاءات الضريبية(١) .

٣- **توزيع رؤوس الأموال على مختلف القطاعات:**

تلعب البورصة دورا هاما كجهاز لتوزيع الإدخار على مختلف الفعاليات الإقتصادية ، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة .

تعتبر البورصة سوق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين ، بغض النظر عن أوضاعهم المالية والإجتماعية ، كما أنها تمكن من توزيع رؤوس الأموال على مختلف القطاعات ، وذلك عن طريق منع الإحتكار أو السيطرة ، خاصة من طرف فئة المضاربين .

المطلب الثاني: أهمية ودور البورصة على المستوى الجزئي

١- **استثمار رؤوس الأموال:**

إن الهدف الرئيسي لوجود أي مؤسسة إنما يكمن في تحقيق فائض مالي ، يأتي من جراء عمليات الإستثمار والإستغلال ، التي تقوم بها هذه المؤسسة ، والتي تجبرها على إنفاق قيمة معينة من النقود في الوقت الحاضر ، في سبيل الحصول على قيمة أكبر في المستقبل .

وبما أن الشركة تعمل على تحقيق أقصى ربح ممكن ، فإنها لا تترك الفوائض التي تحققها جامدة ، إنما تبحث لها عن وسيلة لتكثيفها بأفضل كيفية ممكنة ، ولعل أحسن الطرق هي استثمارها في الأوراق المالية بالبورصة ، والتي تسمح لها بتحقيق أكبر العوائد في مرحلة نشاط هذه السوق ، إلى جانب إمكانية بيع هذه الأوراق وتحويل قيمتها إلى نقد جار عند الضرورة .

إن تسهيل عملية الإستثمار عن طريق توظيف رؤوس الأموال في شراء الأوراق المالية ، لا يعني الشركات فقط إنما أيضا الأفراد الذين يملكون رؤوس أموال يسعون من خلال توظيفها إلى الحصول على أكبر عوائد ممكنة .

---

(١) مثل حالة الجزائر

٢- **التعامل في الأوراق المالية:**

إن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي تسهيل عملية بيع وشراء أسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية[1] ، مع تحديد سعرها الحقيقي .

تلجأ إذا الشركات التي لها فائض أو عجز مالي في ميزانياتها ، إلى توظيف الفوائض أو تمويل العجز بعدة وسائل من بينها الإتجاه إلى بورصة الأوراق المالية عن طريق إصدار أسهم أو سندات لتمويل العجز ، وبالعكس شراء هذه الصكوك في حالة تحقيق فائض .

٣- **توجيه الإستثمار:**

يبحث المستثمر عادة على تحقيق أكبر عائد من خلال توظيف أمواله ، لذا فهو يتجه دائما إلى القطاع الذي يمنحه أكبر عائد ، فيقرر إيداع أمواله في البنوك عند ارتفاع معدلات الفائدة الممارسة من طرف هذه الأخيرة ، مقارنة بالعوائد التي يمنحها الإكتتاب في الأوراق المالية ، بينما يتم سحب الودائع وانتقال رؤوس الأموال من البنوك إلى البورصة عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك .

كما تسمح البورصة بتعيين الفعاليات الإقتصادية المثمرة ، إذ تمكن من كشف الشركات التي لها أمل النجاح، فهي تعكس عن طريق تقلبات الأسعار حالة المشروع من سيره نحو التقدم والإزدهار أو انحرافه وانهياره[2] .

المبحث الثاني: دخول المؤسسات إلى البورصة

تشكل المؤسسة الركيزة الأساسية والمحرك الرئيسي لإقتصاد أي بلد ، فهي تمثل مركزا هاما لضمان الإنتاج ، وخلق مناصب العمل ، كما تساهم مساهمة فعالة في إثراء المجتمعات . فنجاح السياسة الإقتصادية ، وتحقيق الرفاهية والإنتعاش ، إنما يتوقف على كفاءة وفعالية المؤسسات .

وللإستجابة لمتطلبات النمو والإزدهار على المستوى الكلي ، تقوم المؤسسات بوضع الإستراتيجيات اللازمة لبلوغ الأهداف المسطرة ، مع توفير الوسائل الضرورية بما فيها الموارد المالية ، المادية والبشرية .

---

(١) << البورصة . بورصة الجزائر >> شمعون شمعون ص-٢٥- ١٩٩٣

(٢) << البورصة وأفضل الطرق في نجاح الإستثمارات المالية >> مراد كاظم ص-١٢- ١٩٦٧

إن التحدث عن الموارد المالية يتضمن آفاق عديدة ، بحيث تتمكن المؤسسة من تمويل أنشطتها سواء :

- عن طريق التمويل الذاتي ،
- اللجوء إلى الإقتراض من البنوك ،
- أو اللجوء إلى إصدار الأوراق المالية في سوق البورصة المنظمة .

فلتمويل دورات الإستغلال و الإستثمار ، تستعمل الشركة أموالها الخاصة والأرباح غير الموزعة أي التمويل الذاتي . وإذا لم تكفي هذه الأموال ، فإنها تلجأ إلى التمويل الخارجي والذي يتضمن البنوك والمؤسسات المالية ، لكن نظرا للشروط والقيود التي تفرضها هذه الأخيرة في مجال تقديم القروض ، فإن الشركات تتوجه عادة إلى إمكانيات تمويل متنوعة بالبورصة ، وذلك عن طريق طرح مجموعة من الأدوات المالية في هذه السوق .

وهنا تجد المؤسسة نفسها أمام وضعية اتخاذ قرار اختيار مصدر التمويل ، هل هو إصدار أسهم أم سندات؟

ولا شك أن هناك إختلافات جوهرية بين الأسهم والسندات ، التي تعتبر من أهم العوامل المؤثرة على قرار إختيار المصدر المناسب[١] .

وذلك إضافة إلى إمكانية المؤسسة ، أسعار الفوائد السائدة في السوق ، الفترة التي تحتاج الشركة خلالها للأموال ، والظروف الإقتصادية السائدة .

إن إختيار الأسلوب المناسب يحتاج إلى دراسة وتقديرات وافية ، للنتائج المتوخاة من جراء هذا الإختيار ، والذي يجب أن يستجيب لأهداف المؤسسة ، مع ضمان حماية مصالح المساهمين القدامى ، وعدم إلحاق أضرار مالية بهم .

ويمكن حصر الأساليب التي يمكن أن تختارها المؤسسة في ثلاث نقاط رئيسية :

- التمويل عن طريق إصدار أسهم فقط ،
- التمويل عن طريق إصدار أسهم وسندات بنسب مختلفة ،
- التمويل عن طريق إصدار سندات فقط .

وفي هذا المجال ، نشير إلى أن إختيار أسلوب التمويل المناسب من الضروري أن يأخذ بعين الإعتبار كل العوامل المذكورة أعلاه ، ثم إحداث مقارنة بين مختلف إيجابيات وسلبيات الأساليب المختلفة .

(١) << الأسواق النقدية والمالية >> مروان عطون ص-٦٠- ١٩٨٥

المطلب الأول: التهيئة للتسجيل في البورصة .

تشكل عملية الدخول إلى البورصة ، العملية التي تتمكن المؤسسة بموجبها من إصدار أوراق مالية للتداول في هذه السوق المنظمة .

يعتبر قرار الدخول إلى البورصة أحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة ، فبالرغم من جميع المزايا التي تتحصل عليها من جراء هذه العملية ، إلا أنها تجد نفسها مجبرة للتقيد ببعض القيود والقواعد التي يفرضها عليها القانون الداخلي للبورصة ، والذي تخضع له جميع المؤسسات المسعرة في هذه السوق .

تعود عملية الدخول إلى البورصة بعدة فوائد على المساهمين والمؤسسة ، إذ تسمح بالإعلان عن الشركة وزيادة شهرتها ، كما تسمح بتطوير رأس المال ، وتنويع مصادر التمويل ، مما يسهل تنفيذ استراتيجيات وخطط النمو التي تضعها المؤسسة.

إن قرار التسجيل في البورصة لا يهم المؤسسة وحدها ، إنما يهم كل الفئات الأخرى في السوق المالي ، والتي تسعى إلى توجيه هذه المؤسسة وإحاطتها بكل النصائح والإرشادات اللازمة . كما تقوم لجان البورصة بالتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها المؤسسة ، ومن أن هذه الأخيرة تستجيب لكل المواصفات والشروط الضرورية لهذه العملية .

كما ذكر أعلاه ، فإن عملية التسجيل في البورصة ، تعتبر خطوة جد هامة في حياة المؤسسة ، لذا فهي تتطلب تهيئة محكمة سواء على المستوى المادي ، المالي ، أو من حيث اختيار الوسيط الذي يتكلف بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده .

وللتأكد من أن التسجيل سيتم في أحسن الظروف ، وأنه سيعود بالنفع على المؤسسة ، فإن هذه الأخيرة تقوم بدراسة وتقييم النتائج المستقبلية التي تترتب عن هذا الإختيار . ومن بين الدراسات التي تقوم بها المؤسسة عند التحضير للدخول إلى البورصة نجد:

١- قياس النتائج المترتبة عن عملية التسجيل بالبورصة:

يستوجب اتخاذ قرار المؤسسة بالدخول إلى البورصة ، قيام مسيّريها بتقييم كل الإيجابيات والسلبيات المترتبة عن هذه العملية ، آخذين في ذلك بعين الإعتبار كل العراقيل والأخطار التي قد تعيق تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الشركة، والتأكد من أن هذا الدخول سوف يساهم مساهمة فعالة في بلوغ هذه الأهداف وفق الاستراتيجية المحددة ، دافعا بذلك المؤسسة نحو طريق التقدم والإزدهار .

٢- تقييم إمكانيات ووسائل المؤسسة:

تعتبر عملية التسجيل في البورصة عملية جد مكلفة[١] ، كما أنها تعتبر خطوة جد حساسة بالنسبة للمؤسسة ، إذ تجعلها تكتسب شهرة معينة ، مما يجلب كثير من الأعين عليها ، كما تدفعها للدخول في معركة تنافسية حادة مع الشركات الأخرى المسعرة .

تتطلب عملية التسجيل إذا تقييم دقيق للإمكانيات المادية والبشرية للمؤسسة ، ومن ثمّ تحديد نقاط القوة والضعف الخاصة بالتسيير ، بنوعية المنتجات ، نوعية التكنولوجيا المستعملة ، وكل ما يتعلق بالوسائل التي تستعملها المؤسسة ، والتي تسمح لها بوضع استراتيجية محكمة لتطوير حصتها في السوق ، وضمان تحقيق نمو مستمر لرقم الأعمال والأرباح وبالتالي تحسين الوضعية التنافسية ، وكسب اهتمام المتعاملين .

٣- إعادة النظر في بعض أمور المؤسسة:

تتقيد المؤسسة عند اتخاذ قرار التسجيل في البورصة ، بإجراء تحليل كامل لجميع مستويات المؤسسة ، ثم إجراء التعديلات اللازمة التي تتطلبها عملية التسجيل ، والتي تسمح لها بالتفتح على العالم الخارجي . ومن بين هذه التعديلات ، ما هي خاصة بكيفية توزيع الأسهم على المساهمين[٢] الأصليين ، أو تلك المتعلقة بتجميع أو تقييم الأسهم ، بهدف إعطائها قيمة تسمح بتحقيق السيولة الكافية .

تستوجب عملية التسجيل أيضا تحضير تقرير كامل عن المنشآت الصناعية والتجارية ومختلف البراءات المنسوبة إلى الشركة ووحداتها ، إذ من الضروري أن تكون كل ممتلكات الشركة ، منشآتها ، ووحداتها مسجلة بإسم هذه الأخيرة ، وإلا اعتبرت محاولة التسجيل فاشلة .

أما من الناحية المحاسبية ، فيجب التأكد من القيمة الحقيقية لكل العناصر المكونة لأصول الشركة بما فيها الإستثمارات ، المخزونات ... إلخ .

٤- تحديد السعر المناسب:

تطرح عملية التسجيل في البورصة مشكل تحديد السعر الذي يتم به التنازل عن الأوراق المالية من طرف المساهمين الأصليين ، إذ يجب أن يراعي عند تحديد السعر عاملين أساسين :

- لا يجب أن يكون السعر المحدد جد منخفض ، لأن ذلك يؤثر على وضعية المساهمين الأصليين.
- لا يجب أن يكون السعر المحدد جد مرتفع ، إذ يصعب في هذه الحالة إيجاد مقتنيين للأوراق المعروضة .

(1) << L'introduction en bourse >> Bertrant Jaquillat p-19- 1989
(2) << Le second marché >> Jean Marie Guillaume et Jean Louis Royere p-19- 1989

٥- **اختيار الوسيط:**

تتطلب عملية الدخول إلى البورصة ، الإعتماد على وسيط متمكن لتسهيل هذه المهمة ، وتقديم النصائح والإرشادات اللازمة للمؤسسة من أجل تحضير وتحقيق عملية الدخول أولا ، ثمّ مساندة المؤسسة وتوجيهها للبروز في سوق البورصة ثانيا.

وينحصر دور الوسيط في هذا المجال في :

- تقديم النصائح والإرشادات فيما يخص التعديلات التي يجب أن تقوم بها المؤسسة لتحقيق عملية التسجيل ، والمتعلقة بعمليات إعادة الهيكلة الداخلية ، تجميع النشاطات ، أو بيع بعض الفروع...إلخ .
- مساعدة المؤسسة في تحديد السياسة الناجحة لتحقيق السيولة الكافية للورقة محل الإصدار .
- تقديم الاقتراحات اللازمة فيما يخص سياسات الإعلام ، التوزيع ، وتحديد إجراءات الدخول .
- إختيار الوقت المناسب للإصدار[1] .

٦- **الإعلام الداخلي والخارجي:**

تمثل عملية الدخول إلى البورصة حدث فريد من نوعه بالنسبة للمؤسسة والذي يسمح لها بالبروز واكتساب شهرة كبيرة .

ولتزويد مختلف المتعاملين بالمعلومات الضرورية عن الشركة ، على هذه الأخيرة تبني سياسة إعلام واضحة وفعالة ، تمكن من تقديم المؤسسة على أحسن وجه ، وذلك عن طريق تنظيم الندوات الصحفية ، وتحضير برامج إعلامية .

أما على المستوى الداخلي ، فتستوجب عملية الدخول إلى البورصة ، انضمام كل العاملين بالمؤسسة ، مما يسمح بخلق إنسجام قوّي بين مختلف مديريات الشركة ، وذلك عن طريق تنظيم أيام إعلامية ونشرات تثقيفية عن البورصة بصفة عامة ، وعن مشروع المؤسسة في التسجيل ، والأهداف المرجوة من خلال هذا المشروع بصفة خاصة ، ومدى تأثيره على الحياة المستقبلية لهذه الأخيرة (المؤسسة) .

٧- **تكوين ملف التسجيل:**

على كل شركة أو مؤسسة تود التسجيل في بورصة القيم المنقولة ، الإلتزام بتكوين ملف يقدم إلى لجنة مراقبة عمليات البورصة ، وهو يتضمن الوثائق الخاصة بالحالة المالية ، الإقتصادية والقانونية[2] للشركة والمتمثلة في:

أ- **وثائق الحالة العامة:**

- طلب خطي لتسعير الأوراق المالية بالبورصة ،
- تقرير مجلس الإدارة ،
- قائمة أعضاء مجلس الإدارة والمسيرين الرئيسيين ،
- قائمة المساهمين ، مع تحديد عدد الأسهم التي بحوزتهم ،
- نسخ من النصوص التأسيسية المصادق عليها .

ب- **وثائق الحالة الإقتصادية والمالية:**

- كشف مفصل عن النشاط الصناعي والتجاري للشركة ،
- كشف موضح لحصة المؤسسة في السوق ولوضعيتها التنافسية ،
- كشف مفصل عن الحالة المالية للشركة ،
- الميزانية ، جدول حسابات الأرباح والخسائر ، جدول حساب النتائج ، وجدول حسابات التسيير للخمس سنوات الأخيرة ، مع مقارنة الإتجاه من سنة لأخرى ،
- تقديم وضعية الأرباح الموزعة ، وجدول التمويل للخمس سنوات الأخيرة ،
- كشف شامل لكل بيانات ، شروط وظروف الإصدار ،
- تقديم دراسة مفصلة عن الأبعاد المستقبلية لنشاط الشركة ، والخاصة برقم الأعمال ، سياسة التمويل ، مشاريع الإستثمار...إلخ .

ج)- **وثائق الحالة القانونية:**

- عقد تأسيس الشركة ،
- الوثائق الخاصة بزيادة رأسمال الشركة ، أو اندماجها مع شركة أخرى ،
- تقبل الشركة بتخصيص على الأقل ٢٥% من رأسمالها للإكتتاب من طرف الجمهور .

يخضع هذا الملف لدراسة دقيقة من طرف لجنة مراقبة وتنظيم البورصة ، والتي تقوم بالمصادقة على عملية الدخول ، بعد التأكد من توفر كل الشروط ومصداقية كل المعلومات المقدّمة ،أو رفض الطلب في الحالة المعاكسة .

المطلب الثاني : الأساليب المختلفة للدخول في البورصة .

إن التطور الكبير الذي عرفته البورصة ، وتكاليف العمليات المتداولة بها ، أدى إلى تطوير وتعددية إجراءات الدخول إليها ، وعلى المؤسسة أن تختار أحد الإجراءات عند التسجيل في البورصة ،وذلك وفقا للكيفية التي تريد من خلالها نشر أو توزيع رأسمالها بين الجمهور .

١- أسلوب عرض البيع أو عرض البيع العمومي بسعر أدنى:

هو أسلوب يتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عددا معينا من الأوراق ، بسعر أدنى يقبل به المدخلون التنازل عنها .

يرتبط هذا الأسلوب بما يعرف بأسلوب المزاد ، حيث تقوم الشركة بتقديم عرضها من حيث الكمية والسعر ، يتم بعد ذلك تجميع كل طلبات الشراء والتي تتضمن أيضا الكميات المراد شراءها والأسعار المقترحة ، ثم ترتب هذه الطلبات ترتيبا تنازليا ، ويتم تحديد سعر البيع وفقا للسعر الأعلى المعروض(١) ، والذي يسمح بتصريف أكبر كمية ممكنة .

لتحقيق العرض العمومي للبيع بسعر أدنى ، تقوم شركة إدارة البورصة باتخاذ إجراءين هامين متمثلين في:

- عدم قبول أثناء الفرز إلا أوامر الشراء الموافقة للسعر المحدد
- يتم إلغاء الأوامر التي يبتعد حدها بصورة كبيرة عن الحد الأدنى .

٢- أسلوب العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يعد هذا الإجراء حديث الإستعمال ، وهو يتمثل في وضع تحت تصرف الجمهور المتعاملين عددا من الأوراق ، بسعر ثابت ومحدد مسبقا .

تجمع شركة إدارة البورصة أوامر الشراء المرسلة من طرف الوسطاء في العمليات البورصية ، لمقارنتها بسعر البيع المحدد ، ولا يتم قبول إلا طلبات الشراء المحصورة في هذا السعر .

إذا حضي العرض بالاستجابة ، فإن سعر التداول يكون السعر المقترح في العرض(٢) .

يسمح إجراء العرض العمومي للبيع بسعر ثابت ، للمؤسسة بتحديد السعر الذي يوافقها . ففي حالة نجاح هذا الإجراء تتمكن المؤسسة من الإستفادة بتقييد أوراقها بسعر أولي معقول .

---

(١) السعر الأعلى المعروض يعني أعلى سعر متضمن في طلبات الشراء

(٢) << مجموعة قوانين >> لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ص-٢٥- ١٩٩٧

أما إذا كانت نتيجة هذا الإجراء سلبية ، فلا يمكن للمؤسسة أن تستعين بـإجراء آخر ، ممـا يجعلـها مجبرة عند استعمال هذا الإجراء بتحديد أسعار معقولة بالنسبة لها ، لكن في نفس الوقت جلابة للمستثمرين .
يعتبر هذا الأسلوب قليل الإستعمال ، إذ لا يستعمل عادة إلا في حالة فشل الإجراء العادي أو الإجراء العمومي للبيع بسعر أدنى(١) .
وهو يتطلب وضع عدد كبير من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور ، فتهمّش عادة طلبات الشراء الصغيرة الحجم ، والتي يمكن أن تحقق عن طريق ما يسمى
ب << إجراء العرض العمومي للبيع بسعر اسمي محدود >> ، وفي هذه الحالة يجب أن تكون أوامر الشراء إسمية ، ولا يجوز لأي مشتري إصدار إلا أمر شراء واحد يودع لدى وسيط واحد .
تقوم بعد ذلك شركة إدارة البورصة بتجميع كل الأوامر الإسمية ، ثم الإعلان عن الأوامر المحققة عن طريق عملية السحب .

٣- **الإجراء العادي:**

يعتبر هذا الإجراء أبسط إجراءات التقييد ، وهو يخص المؤسسات التي قد تمّ توزيع قدر كافي من رأسمالها بين الجمهور(٢) .
يتعلق الأمر إذا بالقيم التي سبق تحديد سعرها ، والتي يرغب في تسجيلها في جدول الأسعار لسوق البورصة المنظمة ، بحيث يتم تداولها وفق شروط التسعيرة في السوق ، وذلك إبتداءا من سعر إدخال توافق عليه شركة إدارة البورصة على أساس شروط السوق .

المطلب الثالث: مزايا وعيوب التسعير في البورصة

إن كفاءة وفعالية السوق المالي ، تمنح للمؤسسات المسعرة فرص كبيرة للنمو والإزدهار ، وذلك من خلال المزايا التي يوفرها التسجيل في سوق البورصة المنظمة .
تبحث المؤسسة عادة من خلال طلبها التسجيل في التسعيرة الرسمية ، على تحقيق بعض الأهداف التي تعتبر أساسية بالنسبة لها ، والتي تدخل في إطار تحقيق استراتيجية النمو المسطرة .
وسنتعرض فيما يلي إلى مختلف المزايا والقيود ، المترتبة عن عملية التسعير في البورصة بالنسبة للمؤسسة :

---

(1) <<L'introduction en bourse >> Bertrant Jaquillat p-72- 1989
(٢) يتم التوزيع عادة في هذه الحالة في السوق الغير المنظمة .

١- **المزايا:**

أ- **ضمان تعبئة رؤوس الأموال:**

تضمن عملية الدخول إلى البورصة حركة رؤوس الأموال من طرف لآخر ، إذ بإمكان حاملي الأوراق المالية بيع كل جزء من الأوراق التي بحوزتهم ، في سوق البورصة المنظمة بسعر السوق المحدد وفقا لقوى العرض والطلب ، مما يسمح بتفتح رأسمال المؤسسة على العالم الخارجي ، وبالتالي توسيع مجال شراء الأوراق المالية ، مع ضمان سرعة إتمام هذه العملية مقارنة بالمؤسسات الغير مسعرة والتي لها مجال محدود لبيع الأسهم (عادة إلى المساهمين الأصليين) ، كما أن عملية البيع في هذه الحالة تأخذ وقتا طويلا نوعا ما .

ب- **الشهرة:**

لقد عمل التطور التكنولوجي السريع ، وتشديد المنافسة على جعل المؤسسة مجبرة على وضع خطط محكمة لتحسين علامتها التجارية ، عن طريق الإهتمام

الكبير بالعلاقات العامة وعمليات الإشهار ، التي تسمح ببروز المؤسسة على

المستوى الوطني والعالمي . ولاشك أن دخول المؤسسة إلى البورصة يعتبر من أهم العوامل المدعمة لعملية الإشهار ، والتي تسمح بزيادة التعريف بالشركة وبمنتجاتها ، إذ يتم الإعلان عنها ، وعن أسعار أوراقها المالية في كثير من وسائل الإعلام ، مما يسمح للأوساط الصناعية والجمهور المتعاملين بالإهتمام بالشركة ، فتزداد مصداقيتها المالية بتوافد رؤوس الأموال إليها .

ج - **شفافية المعلومات:**

يتم الإعلان باستمرار في مقصورة البورصة ، وفي وسائل الإعلام عن أسعار الأوراق المالية و جميع العمليات المبرمة على هذه الأخيرة لكل المؤسسات المسعرة .

فتسمح عملية التسعير في البورصة ، بتوفير المعلومات اللازمة لكل الجمهور المتعاملين ، إذ تقوم لجان البورصة بإجبار المؤسسات المسعرة ، بتزويد الجمهور المتعامل بكل ما يخصها ، وكل التغيرات الطارئة عليها ، والتي من شأنها أن تؤثر على قيمة الأوراق المالية لهذه الشركات .

د- **سهولة التقييم:**

تخضع أصول المؤسسات المسعرة في البورصة ، إلى عملية تقييم مستمّرة من طرف هذه الأخيرة ، مما يسهل عمل دائنوها الذين يسعون دائما إلى التقييم المحاسبي لهذه الأصول ومقارنتها بالرسملة البورصية (La capitalisation boursière) .

كما تعمل عملية التقييم المستمرة هذه على تسهيل عملية اندماج شركتين مسعرتين حيث تكون قيمة كل شركة معروفة مسبقا من طرف السوق ، بعكس الشركات الغير مسعرة التي تقرر الإندماج مع شركة أخرى ، والتي تجد نفسها مجبرة في بعض الأحيان على قبول تقييم أصولها بقيمة أقل من القيمة الحقيقية للسوق .

?- **تمويل مصادر السوق:**

إن تطور المؤسسات وتوسيع نشاطها يؤدي بالضرورة إلى زيادة احتياجاتها التمويلية ، لذا فقد أصبحت الموارد الذاتية لها غير قادرة على توفير وتحقيق التمويل اللازم لنمو واستمرارية هذه المؤسسات ، الأمر الذي دفع بها إلى البحث عن موارد خارجية للحصول على الأموال اللازمة .

وقد شكلت البنوك في مرحلة أولى المصدر الرئيسي للإقتراض ، إلا أن القيود[١]

الممارسة من طرف هذه الأخيرة من جهة ، وزيادة الإحتياجات التمويلية بشكل كبير من جهة أخرى ، أدّى بالشركات إلى البحث عن أنواع جديدة للتمويل توفر لها المرونة والإستقلالية في نفس الوقت . ولم يكن ذلك ممكنا إلا باللجوء إلى البورصة التي سمحت بسد حاجيات هذه المؤسسات عن طريق الأنواع المتعددة للأدوات المالية المتداولة في هذه السوق .

<< وبالتالي فإن دخول المؤسسة إلى البورصة ، يسمح لها بدفع عجلة تطورها ، عن طريق تنويع مصادر تمويلها ، إما برفع رأسمالها عن طريق إصدار الأسهم ، أو اللجوء إلى الإقتراض عن طريق إصدار السندات ، أو استعمال الأدوات المالية الحديثة كسندات التحويل ، السندات ذات قسيمات الإكتتاب ، أو الأسهم الممتازة >>[٢]

٢- **العيوب:**

إذا كان الدخول إلى البورصة يقدم عددا من المزايا بالنسبة للمؤسسة المقدمة على هذا الإجراء ، فإنه يخضعها إلى بعض القيود الواجب الإلتزام بها والتي من بينها:

أ- **القيود الخاصة بالإعلام والرقابة:**

تخضع المؤسسة المسعرة في البورصة إلى رقابة مستمرة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، التي تسهر على تنظيم العمليات المبرمة في هذه السوق والتي تعمل على متابعة المؤسسة لتزويد المساهمين والمتعاملين بكل المعلومات المقررة في قوانين البورصة ، مع الحرص على التأكد من صحة هذه المعلومات .

---

(١) من حيث القروض الذي لا يجب أن يتعدى حد معين

(2) <<L'introduction en bourse >> Bertrand Jaquillat p-9- 1989

ب- إنهيار سمعة الشركة في بعض الحالات:

يزيد دخول المؤسسة إلى البورصة من شهرتها ، مما يعود عليها بالنفع في أوقات اليسر ، بينما يؤثر عليها سلبا في حالة ما إذا مرّت المؤسسة بأي ظرف طارئ غير مجدي ، مما يؤدي إلى انهيار سمعتها في السوق وانخفاض أسعار أوراقها المالية ، وبالتالي تراجع الجمهور عن شراء هذه الأوراق .

ج - خلق تكاليف إضافية:

تولّد عملية الدخول إلى البورصة تكاليف إضافية بالنسبة للمؤسسة نذكر من أهمها:

- المصاريف المتعلقة بإجراءات الدخول ،
- مصاريف الحفاظ على التسعيرة الرسمية ،
- المصاريف الخاصة بالإعلام ،
- المصاريف المتعلقة بالوثائق الرسمية الواجب تقديمها للمساهمين .

المبحث الثالث: شطب القيم

يمنع قانون البورصة لهذه الأخيرة حق شطب أي قيمة من جدول الأسعار بصفة مؤقتة أو نهائية ، إذا ما استدعى الأمر ذلك ، بهدف حماية المستثمرين ، وتنظيم التعاملات .

قد يتم اتخاذ قرار الشطب من طرف هيآت البورصة لعدة أسباب سوف يتم سردها فيما يلي ، كما قد يكون الشطب طوعي برغبة المصدر .

١ - الشطب المؤقت للعمليات الخاصة بقيمة ما:

يتعلق الشطب المؤقت لعملية ما ، بمنع تفاوض الورقة المالية محل الشطب في سوق البورصة ، وذلك لوقت معين .

يتخذ الشطب المؤقت ثلاث أشكال رئيسية هي:

أ - تأخير فتح الجلسة: **ouverture de séance différée**

من الممكن أن تقرر إدارة البورصة تأخير فتح جلسة المفاوضة للعمليات المتعلقة بقيمة ما . ويعتبر هذا الإجراء ضروري في حالة وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للقيمة المعينة[1] . فالوقت الإضافي يسمح بفرز وترتيب الأوامر بهدف تنظيم وتسهيل المفاوضات أثناء الجلسة .

(1) << les cours sur le commerce des VM au Canada >> ICVM p-1-45- 1997

ب- وقف العمليات: **Arrêt des opérations**

يتم في كثير من الأحيان إيقاف العمليات الخاصة بقيمة ما بصفة مؤقتة ، وذلك عند وجود معلومات جديدة هامة ، يجب نشرها بخصوص الشركة المصدرة للورقة المالية ، ومن بين هذه التغيرات الهامة التي يمكن أن تؤدي إلى الوقف المؤقت للعمليات نذكر على سبيل المثال : قرار اندماج الشركة بشركة أخرى أو التغيرات الكبيرة للأرباح ....إلخ .

ج- إلغاء العمليات: **Suspention des opérations**

هناك عدة أسباب تؤدي إلى إلغاء العمليات المرتبطة بقيمة ما خلال عدة جلسات ، من بين هذه الأسباب نذكر على سبيل المثال :

تدهور المركز المالي للشركة الذي يصبح لا يتوافق مع شروط التسعير في البورصة ، أو عدم احترام الشركة للقيود المبرمة في عقد التسجيل . تسمح إدارة البورصة عادة ، بإستئناف العمليات من جديد إذا ما تم تحسين الأوضاع التي أدت إلى الإلغاء .

٢)- الإلغاء النهائي للتسجيل: **Annulation de l'inscription**

يتم الشطب النهائي لقيمة ما ، من جدول الأسعار سواء من طرف هيآت البورصة ، لعدم إلتزام المؤسسة بشروط التقييد ، أو بناءا على طلب المؤسسة نفسها

ومن بين الأسباب التي تؤدي إلى الإلغاء الكلي لتسجيل قيمة ما نذكر :

- إفلاس الشركة المصدرة للأوراق المالية المسعرة .
- عدم إلتزام الشركة بشروط التسجيل المتفق عليها .
- إنخفاض باهض لدرجة تفاوض القيمة المعينة خلال مدة طويلة .
- إعادة الشراء الكلي للقيمة المعنية ، أو تبديلها بقيمة أخرى
- يتم شطب القيمة تلقائيا عند حلول أجل إستحقاقها .

خاتمة الباب الأول

إنّ البورصة ليست من المؤسسات المالية الحديثة ، بل يعود بها العهد إلى الماضي البعيد ، وقد شهدت أجهزتها وعملياتها تطوّرا كبيرا تبعت التطوّر الإقتصادي والصناعي العالمي ،إلى أن أصبحت اليوم مركز الحياة المالية في الأمم المتقدّمة ، والحلقة الضرورية للجمع بين المستثمر والمدخر ، إضافة إلى أنّها تعّد كعنصرا هاما في تأمين السيولة الضرورية للحياة الإقتصادية .

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال ، خاصة الأسهم والسندات السلعة الرئيسية التي يتّم تداولها في الأسواق البورصية التي تخضع إلى تنظيم وتسيير محكم من طرف هيآت خاصة .

تمثّل الأسهم مشاركة المساهم في ملكية الشركة المصدرة ، بينما تمثّل السندات دينا على الشركة .
أمّا هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، فهي تسمح لصغر المستثمرين بتوظيف وتسيير أموالهم من طرف مختصين وخبراء في هذا الميدان .
هذا ولا يمكن لأي شركة أن تصدر أوراقا مالية يتّم تداولها في البورصة إلاّ إذا حققت بعض الشروط الضرورية التي تضعها لجان البورصة في معظم بلدان العالم .

يقتضي التحضير للدخول إلى البورصة تجنيد وسائل مادية وبشرية معتبرة تضمن التسيير الفعّال لهذه العملية بما فيها إختيار الوسيط الذي يتميز بالكفاءة اللازمة والذي يلعب دورا جوهريا في عملية الإدخال.

يتّم إدخال الأوراق المالية إلى البورصة بعدة طرق ، تختار من بينها المؤسسة الطريقة الأنسب لوضعية إستراتيجية وأهداف المؤسسة ذاتها .

تخضع بعد ذلك أسعار هذه الأوراق إلى تقلبات عدّة ترجع لأسباب إقتصادية مالية وإجتماعية . ويمكن شطب أو إلغاء أي قيمة من جدول التسعيرة ، إذا ما إتضح أن هذه الأخيرة لم تعد تتوّفر فيها الشروط الموضوعة .

الباب الثاني: أهمية ودور الوساطة في العمليات البورصية

كان التمويل بوساطة مالية هو السائد إلى وقت قريب ، حيث لعبت البنوك والمؤسسات المختصة في منح القروض دورا أساسيا في تمويل المؤسسة والإقتصاد بصفة عامة ، واعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق لما توصل إليه من ميكانيزمات وتقنيات زادتهما التطورات التكنولوجية فعالية ومرونة فاستمر التمويل الغير مباشر إلى منتصف السبعينات من هذا القرن في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وإلى أوائل الثمانينات في بقية الدول الأوروبية(١).

ونظرا للإرتفاع الباهض الذي سجلته التكاليف البنكية من جهة ، وسعي المتعاملين الإقتصاديين إلى تحقيق توظيفات أكثر مردودية من جهة أخرى ، إتجه التمويل إلى مصادر أكثر فعالية ألا وهي الأسواق المالية التي تضمن تدفق رؤوس الأموال من الأعوان ذات الفائض إلى الأعوان ذات العجز ، وذلك بفضل وجود إطار منظم لإجراء عمليات شراء وبيع القيم المنقولة ، التي لا يمكن أن تتم إلا بالإستعانة بهيآت مختصة في هذا الميدان وهي : << **الوسطاء في العمليات البورصية** >> .

إن كثرة وتعقيد العمليات والصفقات المبرمة في البورصة ، من عمليات التغطية ، الترجيع ، التأجيل ...إلخ ، بالإضافة إلى تعدد وتنوع أوامر الشراء والبيع ، جعل التعامل في البورصة أمرا جد صعب بالنسبة للأفراد العاديين ، خاصة بعد إدخال وسائل الإتصال المتطورة والتركيبات المالية المعقدة ، مما أدى إلى ضرورة إحتكار التدخل بالبورصة من اختصاص فئة محترفة ومتخصصة ، بالإضافة إلى أن أثر هذه العمليات التي تجري في البورصة على يد هؤلاء المختصين يدخل في صميم الحياة الإقتصادية ، لهذا كان من الضروري تعريف هؤلاء الوسطاء وأعمالهم .

يعتبر الوسيط في العمليات البورصية سمسارا خبيرا في التداول على مستوى البورصة ، يتكفل بتقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بكيفيات التوظيف وتنفيذ الأوامر بأحسن شروط(٢). فهو إذا يقوم بتقديم الخدمات اللازمة للمتعاملين الإقتصاديين مقابل الحصول على علاوات خاضعة لقوانين محكمة .

وبصفة أدق يمكن تعريف الوسيط في العمليات البورصية كما يلي :

<< هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية يعمل بالبورصة في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري ، ويعتبر السمسار مسؤولا وضامنا لحصة كل عملية>>(٣) .

---

(1) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada >> ICVM p-1-24- 1997

(٢) حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ص- ٣٧- ١٩٩٨

(٣) << الإقتصاد والبنوك و بورصات الأوراق المالية >> مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله الطبعة الأولى – القاهرة - ص- ٤٦ ١٩٩٣

إن المكانة العريقة التي استطاعت أن تفوز بـها البورصـات فـي تمويـل مختلـف الإقتصاديـات العالميـة ، جعلت السلطات العمومية تسعى جاهدة إلى تحسين وتنظيم بورصاتها وأسواقها المالية محاولة بذلك تنظيـم وتعزيز وظيفة الوساطة باعتبارها أحد الركائز الأساسية التي يقوم عليها السوق المالي إلى جانب الأدوات المالية وباعتبارهـا أيضـا نشـاطا يزيـد مـن تنظيـم و سـيولة البورصـات حيـث اصطحـب التطـوّر العظيـم للبورصات ، بتوسع نشاط الوسطاء في العمليات البورصية الذي أصبح يضمّ مجـالات عديـدة كـالبحوث ، التحليل ، التغطية ، المراجحة ، تقديم الإرشادات للمتعاملين وتسيير الحوافظ المالية .

الفصل الأول: دور وماهية الوسيط في العمليات البورصية

تعتبر المؤسسات المالية التي تضمّ الوساطة في العمليات البورصية جزء من النظام المالي الذي يتكوّن من شبكة الأسواق المالية ، المؤسسات المالية ، الشركات ، العائلات ، رجال الأعمال والحكومة التي تنظم وتراقب عمليات هذا النظام .

لا تعتبر كل المؤسسات المالية وسطاء ماليين ، بل يندرج تحت سقف هذه الأخيرة فئة المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراءا والتي تتمثل في البنوك التجارية ، شركات التأمين ، شركات الإستثمار ، صناديق التأمين والمعاشات والتي يمكن أن تتدخل في السوق المالي بصفة مباشرة أو غير مباشرة كوسيط في العمليات البورصية .

يعمل الوسطاء في العمليات البورصية على تقديم الخدمات الأساسية التي تساعد على تدعيم السوق الأوّلي وخلق السوق الثانوي للأوراق المالية والسعي إلى تأمين تدّفق المعلومات بين مختلف الفئات المتعاملة على مستوى هذه السوق .

يتدخل الوسيط في العمليات البورصية بصفته سمسارا للأوراق المالية (النشاط المحدود) أو بصفته تاجرا للأوراق المالية (النشاط الكامل) .
يعتبر سماسرة الأوراق المالية وسطاء بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بينما يتسّع نشاط تجّار الأوراق المالية بشراء أو بيع هذه الأوراق لحسابهم ، لذا فهم يتحمّلون المخاطر المترتبة على شراء هذه الأوراق بأمل إعادة بيعها بعد ذلك وتحقيق ربح مناسب .

المبحث الأول: المؤسسات المرخصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية .

يعّد نشاط الوساطة في العمليات البورصية كما ذكر سابقا نشاطا جد حساس ومعقد نظرا لدقة وخطورة العمليات المنعقدة في البورصة ، إذ أن تحديد سعر الأوراق المالية يخضع لصعوبة الإدراك بما سيلحق بها من أخطار شديدة الإحتمال(١).

لهذا فإن احتكار التعامل في البورصة من طرف المتعاملين المسجلين رسميا ، لا يعتبر إمتيازا إنّما ضرورة لوضع يتطلب أن لا يمارسه إلا المختصون فيه .

تخوّل معظم القوانين السائدة في العالم والمتعلقة بالبورصة ، مهمة الوساطة في العمليات البورصية إلى فئة معينة من المؤسسات المالية العامة والخاصة ، والتي تتوفر فيها الشروط والإمكانيات اللازمة لممارسة مثل هذا النشاط .

وفي ما يلي سوف نتطرق إلى طبيعة مختلف المؤسسات المرخصة في العالم بصفة عامة ، لمزاولة مهنة الوساطة في العمليات البورصية .

المطلب الأول : البنوك وشركات التأمين

البنوك هي أحد مكونات سوق المال ، بل أنّها تعتبر من أهّم الوسطاء الماليين.

فالبنوك بصفة عامة وعلى إختلاف أنواعها ظلت تجذب إليها الجزء الأكبر من المدخرات وتستحوذ على أكبر نسبة من حجم ما تقدّمه من تسهيلات إئتمانية .

تعتبر البنوك أحد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في العمليات البورصية ، وذلك راجع لأصل عملها الطبيعي والتقليدي ، الذي يتمثل في الوساطة بين طائفتين رئيسيتين من الأفراد : المقرضين والمقترضين .

وقد تم تعريف البنك على أنه << منشأة تنصب عملياتها الرئيسية على تجميع النقود الفائضة عن حاجة الجمهور ومنشآت الأعمال أو الدولة لغرض إقراضها للآخرين وفق أسس معيّنة .>> (٢)

يقوم نشاط البنك إذا على أساس تقديم القروض للفئة التي تعاني من عجز في ميزانيتها بمعدلات فائدة تفوق تلك التي تمنحها لأصحاب الودائع ، بحيث يشكل الفرق بين معدلي الفائدة المطبقين ا لعائد الذي

---

(١) البورصة : شمعون شمعون ص- ١٧ – ١٩٩٣
(٢) محاضرات في اقتصاد البنوك شاكر قزويني ص- ٣٦ – ١٩٨٩

يحققه البنك ، إضافة إلى العوائد الأخرى التي يتلقاها مقابل تقديم الخدمات المختلفة .
ومع ظهور وتطور عمليات البورصة اتسع نشاط البنوك ليشمل دور الوساطة في العمليات البورصية ، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع مختصة بالوساطة في العمليات البورصية ، فاحتلت بيوت السمسرة المنتمية إلى البنوك مكانة هامة في هذا الميدان .
وبهذا أصبحت البنوك تقدم خدمات متعددة ، إضافة إلى الخدمات التقليدية ، كالإحتفاظ بالأوراق المالية ، تقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بالتوظيف بالأوراق المالية ، تسيير محافظ الأوراق المالية ....إلخ .

٢)- <u>شركات التأمين:</u>

تنحصر فكرة التأمين في الإحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي يمكن أن تقع في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات أو ما يطلق عليه التأمينات العامة ، أو التي تقع على الإنسان نفسه وهنا نشأ ما يسمى بتأمين الحياة . وأصبح التأمين بشقيه نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة[1] .
ولا ينحصر الهدف من التأمين في الحد من الخسائر فقط ، إنما يتعدى دوره إلى المساهمة في التنمية الإقتصادية من خلال توفير الموارد المالية وتنمية وتشجيع الوعي الإدخاري .
تمتلك شركات التأمين أصولا مالية كبيرة بإسم أصحاب ودائع التأمين ، فمن بين أهم مصادر رؤوس الأموال التي تشكل أصول شركات التأمين نجد: منح تأمين الحياة ، التأمينات ضد الحرائق والحوادث المختلفة ، التأمينات الخاصة بالعلاج ، أنظمة التقاعد والفوائد المحصلة من جراء توظيف ما يتحقق من سيولة في مختلف القيم المالية .
فشركات التأمين بعد أن تجمع الأموال من المؤمنين وتكوين الإحتياطات والمخصصات الكافية لمواجهة إلتزاماتها ، تسعى للمحافظة على هذه الأموال وتنميتها .
تحتل شركات التأمين بفضل مختلف الخدمات التي تقدمها مكانة هامة في الوسط المالي ، وقد اتسع نشاطها كثيرا في السنوات الأخيرة ، وامتد إلى دور الوساطة في العمليات البورصية ، حيث فتحت معظم شركات التأمين فروعا مختصة في هذا المجال مشكلة بذلك أحد أهم المتدخلين على مستوى السوق المالي بصفتها طرفا مقابلا ، أو وكيلا لعملائها[2] .
تقوم شركات التأمين إذا في إطار هذا النشاط بشراء وبيع القيم المنقولة لحسابها أو لحساب زبائنها وتسيير

(١) << الأسواق والمؤسسات المالية >> عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص ص-٣١١- ١٩٩٧
(٢) أنظر ص- ٨٢ - من هذه الرسالة .

حافظات الأوراق المالية ، إضافة إلى دور المرشد في التوظيف ومختلف العمليات المتعلقة بالتغطية والترجيح .

كما يمكن أن تتدخل شركات التأمين على مستوى السوق المالي بصفتها مستثمرا لأموالها عن طريق إلقاء أوامر شراء مختلف الأوراق المالية مراعية في ذلك ثلاث محاور أساسية :

- **السيولة :** عن طريق توزيع الإستثمارات حسب طبيعة الإلتزامات .
- **الضمان :** لأن الأموال المستثمرة ليست أموالا خاصة بشركة التأمين ، بل تشكل في معظمها أموال حملة الوثائق (المؤمنين) ، التي يمكن طلب تسديدها في أي وقت عند وقوع أي حادث .
- **الربحية :** وهو هدف ضروري لتدعيم مركز الشركة التنافسي في السوق وتغطية مختلف التوزيعات للمساهمين[١] .

ويمكن لشركات التأمين أن تستثمر أموالها من خلال السوق المالي ، سواء في شراء أوراق مالية ذات عائد ثابت والتي تتمثل أساسا في سندات الشركات والسندات الحكومية التي تتميز بعنصر الضمان مقابل عائد منخفض أو في شراء أوراق مالية ذات عائد متغير يكون عادة مرتفع لكن يتعرض لدرجة أكبر من المخاطر . لهذا فإن الإستثمار في هذا النوع من الأوراق يكون قليلا وذلك نظرا لقيود الإستثمار السالفة الذكر التي تتحدد بها شركات التأمين .

٣)- <u>صناديق التقاعد:</u>

لقد شهدت العشريتين الأخيرتين تطورا ملحوظا لتعبئة الإدخار بفضل صناديق التقاعد التي لعبت دورا محسوسا في توفير حد معين من الدخل للموظفين وذلك بعد بلوغ سن المعاش .

تقدم صناديق التقاعد خدماتها لموظفي الشركات العمومية ، المؤسسات المالية ، مؤسسات التعليم ، مراكز التكوين المهني ...إلخ ، حيث يتم دفع الإشتراكات الشهرية من طرف الموظفين والمستخدمين طبقا لمستوى الأجر المحصل عليه .

إن تراكم الإشتراكات المدفوعة شكل سيولة كافية لدى هذه الصناديق ، مما جعلها تبحث على توظيفها في المصادر الأكثر مردودية ، ساعية بذلك إلى تحقيق أكبر قدر من الضمان على المدى الطويل لأن دفع منح التقاعد لا يتم إلا بعد حصول الموظف على المعاش عند السن المقرر .

ونظرا للجوء الكبير لصناديق التقاعد إلى توظيف سيولاتها في الأوراق المالية ، فازت هذه الأخيرة بمكانة لا بأس بها على مستوى السوق المالي ، لاعبة بذلك دور الوسيط في العمليات البورصية ، سواء

---

(١) << أسواق المال >> رسمية قرياقص ص-١٩٦- ١٩٩٩

لحسابها أو لحساب مجموعة من زبنائها عن طريق فتح فروع لها خاصة بالوساطة في العمليات البورصية .

ونظرا لأنّ معظم أموال صناديق التقاعد تتشكل من أموال المشتركين فإنّ الإستثمارات التي تحققها هذه الصناديق تتمثل عادة في الإستثمارات طويلة الأجل محققة بذلك عاملي : الأمان والربحية .

المطلب الثاني : المؤسسات المالية الأخرى

١- شركات الإستثمار:

تعتبر شركات الإستثمار مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين سواء صغر المستثمرين الذين لا تتجمع لديهم الأموال الكافية لتشكيل أنواع مختلفة من محافظ الأوراق المالية أو كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي أو المعرفة اللازمة لإدارة هذه المحافظ .

تستخدم الأموال المجمعة في شراء مجموعات مختلفة من الأوراق المالية ، يتم على أساسها خلق أسهم أو حصص شركات الإستثمار حيث يتحدد نصيب المستثمر بعدد من الأسهم أو الحصص المكوّنة للتشكيلة .

وقد برز نشاط هذه الشركات كثيرا في السنوات الأخيرة ، وذلك لما تقدمه من مزايا للمستثمر ، والتي تتمثل في الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة وتخفيض المخاطر نتيجة للتنويع ، وتوفير قدر من المرونة للمستثمرين(١) .

وبهذا تمكنت شركات الإستثمار رغم حداثتها من توفير خدمات متعددة للمستثمرين في مجال الوساطة في العمليات البورصية ، فدخلت بذلك قائمة المؤسسات أو الشركات التي يسمح لها القانون عالميا بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية ، محتلة بذلك مكانة هامة في هذا الميدان .

٢)- بيوت السمسرة:

بيوت السمسرة هي بيوت تتمتع بالاستقلالية التامة ، أنشأت خصيصا لممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية . أما بالنسبة لشكلها القانوني فهي تكتسي عادة شكل شركات أسهم .

إن التطور الكبير الذي عرفته بيوت السمسرة سواء من حيث الحجم ، من حيث العدد أو من حيث التنظيم والعمليات المنجزة جاء نتيجة لتطور البورصات ، العمليات والمنتجات المتداولة فيها ، حيث بدأت هذه البيوت في بادئ الأمر تنشط في مجال ضيّق يتمثل في بيع وشراء القيم المنقولة لحساب العملاء ، ثمّ بدأ نشاطها بعد ذلك يتطور شيئا فشيئا عبر أنحاء العالم ، حيث أصبحت تقوم بمفاوضة القيم المنقولة

(١) << صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين >> منير إبراهيم هندي ص-٤١ - ١٩٩٤

داخل وخارج الوطن على مستوى السوق النقدي والمالي إلى جانب مختلف الخدمات الأخرى التي تقدمها سواء لمصدري الأوراق المالية ، للمستثمرين أو للمدخرين ، والتي من بينها :

- متابعة المؤسسات للدخول إلى البورصة .
- الدراسات والفحوصات المالية ،
- تسيير وتقييم محافظ الأوراق المالية ،
- تقديم النصائح والإرشادات اللازمة في مجالات الدمج ، الإندماج ، الضرائب ، القروض المقدمة للمستثمرين ،
- وأخيرا الخدمات المتعلقة بالإحتفاظ بالأوراق المالية .

إن تعدد العمليات المعقدة بالبورصة ، وتنوع المنتجات المتداولة فيها أدّى أيضا إلى تخصص العديد من بيوت السمسرة في مجالات محددة ، كالتخصص في مفاوضة الأسهم فقط ، أو السندات فقط ، أو في القيام بالدراسات المالية .

المبحث الثاني: شروط ممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية

لقد سبق وأن عرّفنا الوسطاء في العمليات البورصية على أنهم طائفة من الأخصائيين في الشؤون المالية ، لديهم خبرة وكفاءة خاصة في الأوراق المالية .

من هذا المنطلق فإنّه من البديهي أن لا يمارس مهنة الوساطة هذه إلا أشخاصا معيّنون تتوفر لديهم القدرات والمهارات اللازمة لمزاولة هذا النشاط .

لهذا فإنّ معظم قوانين البورصات تضع شروطا صارمة لكل من يرغب في ممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية ، شروطا خاصة بشخص الوسيط وكفاءته المهنية وشروطا أخرى متعلقة بإنشاء مؤسسات الوساطة في العمليات البورصية .

وفي نطاق التحدث عن الأشخاص الوسطاء في العمليات البورصية ، فإنه عادة ما يتّم التفرقة بين نوعين من الأشخاص : السماسرة والمندوبين الرئيسيين .

يعرف السمسار بأنّه شخص له دراية وخبرة في شؤون الأوراق المالية وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري ويعتبر السمسار مسؤولا لحصة كل عملية . ولا يجوز له أن يكون محايدا تماما في عقد الصفقات[1].

---

(١) << الأسواق والمؤسسات المالية >> عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص ص-٤٥٧- ١٩٩٧

أمّا المندوب الرئيسي فهو مستخدم بأجر يعمل مع السمسار كمساعد له في تنفيذ الأوامر في المقصورة .
كما يمكن أن نجد أيضا ما يعرف بالوسيط الذي يشكل حلقة الوصل بين العميل والسمسار .
وخلاصة القول أنه مهما كانت صفة المتدّخل ، فإنّه يجب أن تتوّفر فيه الشروط الموضوعة من طرف لجان البورصة .
وسنتطرق فيما يلي من خلال المطلبين الآتيين إلى مختلف الشروط الواجب توّفرها سواءا في الشخص الوسيط أو في مؤسسات الوساطة .

المطلب الأول : الشروط المتعلقة بالشخص الوسيط

- يجب أن يبلغ الوسيط سنا معينا(١) .
- يجب أن يكون الوسيط مقيدا في البورصة .
- أن يكون الوسيط حائزا على شهادة التعليم العالي أو شهادة معادلة لها .
- أن يكون الوسيط قد تابع بنجاح تكوينا في مجال التعامل بالقيم المنقولة .
- التحلي بالأمانة ، الصدق ، والمهارة في التعامل وتنفيذ أوامر العملاء .

أما فيما يخّص الميزات التي يجب أن يتحلى بها الشخص الوسيط ، إمكانية البروز في مثل هذا النشاط فهي تتمثل في :

- **الحث Motivation** : لابد أن تتوفر في الشخص الوسيط الإرادة القوية للنجاح في هذا النشاط الذي يتطلب بدل مجهودات كبيرة في مجال التنقل ، السعي المصفقي ومتابعة تنفيذ الأوامر .
- **L'empathie:** على الوسيط في العمليات البورصية أن يتمتع بقدرة فهم وتفسير ردود أفعال الغير وطريقة تفكيرهم ، حتى يتمكن من كسبهم وتسهيل المعاملات معهم.
- **القدرة على البيع:** يعتبر الوسيط قبل كل شيء بائعا يهدف بالدرجة الأولى إلى تحقيق أعلىالأرباح عن طريق جلب أكبر عدد من العملاء .
- **المثابرة أو المواظبة(Persévérance):** يعتبر عمل الوساطة في العمليات البورصية عملا دقيقا يتأثر تأثرا كبيرا بعامل الزمن ، لهذا فهو يتطلب مثابرة ومواظبة دائمة من أجل إستغلال كل الفرص والقيام بالواجبات على أكمل وجه .

---

(١) يختار حسب كل بورصة .

- **الحيوية:** يتطلب عمل الوسيط بذل مجهودات كبيرة ، ومستمرة لضبط وإتمام كل العمليات المتعلقة بالسعي ، الدراسات المالية ، معاملة الملفات ، وتسيير حافظات الأوراق المالية ، لهذا يجب أن تتوفر في الوسيط حيوية كبيرة للقيام بهذه المهام وكسب العملاء .
- **التحلي بروح المؤسسة(Esprit d'entreprise):** إذا كان الهدف الرئيسي للوسيط هو تحقيق أكبر هامش ربح ممكن ، فعلى هذا الأخير أن يبدي روحا للإبداع والإبتكار من أجل تعيين العملاء المحتملين ، ووضع الإستراتيجيات اللازمة لكسب هؤلاء .
- **التنظيم:** هو مفتاح نجاح أي عمل كان ، إذ يسمح للوسيط بشكل خاص بضمان الإستمرارية والكفاءة اللازمة لكل أنشطته .
- **_حسن الإتصال:** يجب على الوسيط في العمليات البورصية أن يتمتع بكل القدرات اللازمة للتعبير عن أفكاره سواء شفهيا أو كتابيا لتسهيل التعامل مع العملاء وكسبهم .
- **الإستقلالية:** إن عمل الوساطة في العمليات البورصية عمل جد حساس يتطلب قدر كبير من الإستقلالية في إتخاذ القرارات والتسيير (تحت مراقبة الهيآت العليا).

<u>المطلب الثاني:</u> الشروط الخاصة بمؤسسة الوساطة

تضع قوانين البورصة شروطا خاصة لتأسيس مؤسسات الوساطة بالعمليات البورصية ، نظرا للدور الفعال الذي تقوم به هذه الأخيرة باعتبارها حلقة الوصل بين المختلف المتعاملين ، والحس النابض لهذا الجهاز المالي الحيوي .

تقوم مؤسسات الوساطة بأعمال متعددة في مجال التعامل بالأوراق المالية ، مما يتطلب منها تجنيد قدر كاف من الموارد المالية لتغطية نفقاتها من جهة أخرى .

كما تتطلب مهنة الوساطة كل الوسائل والتقنيات العصرية اللازمة لتجميع المعلومات الضرورية والصحيحة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ، إضافة إلى تسهيل تنفيذ العمليات والمعاملات مع العملاء وإقتصاد الوقت الذي يعتبر كميزة هامة في مجال التعامل على مستوى البورصة .

أما فيما يخص العاملين بمؤسسة الوساطة فقد سبق وأن ذكرنا أن المهام المتعلقة بهذا الميدان لا يمكن أن تخول إلا لأشخاص ذوي مستوى عال من التعليم ، الكفاءة المهارة والحيوية .

وبالتالي يمكن تلخيص أهم الشروط الواجب توفيها لإنشاء مؤسسات الوساطة في العمليات البورصية فيما يلي :

- توفير حد أدنى من رأس المال[١] ،
- إكتساب محل خاص لمزاولة المهنة ،
- توفير الوسائل المادية اللازمة كالكمبيوتر ، الفاكس ، الهاتف ...إلخ ،
- توفير الموارد البشرية ذات الخبرة والكفاءة اللازمة ،
- القدرة على توفير المعلومات والبيانات المالية اللازمة للعملاء والمحافظة على مصالح هؤلاء ،
- الحصول على إعتماد من طرف لجنة البورصة بعد توفير كل الشروط السالفة الذكر .

المبحث الثالث: مهام الوسطاء في العمليات البورصية

حاولت السلطات العمومية في كافة البورصات وما زالت تحاول تحسين وتنظيم بورصاتها وأسواقها المالية من سنة لأخرى[٢] . فهي تحاول بذلك تطوير وتنظيم وظيفة الوساطة باعتبارها أهم نشاط يساهم في حركة وديناميكية الأسواق المالية ، إذ يشكل الوسيط في العمليات البورصية حلقة الوصل بين ذوي الفوائض المالية وذوي الإحتياجات المالية ، وهو أهم دور يقوم به الوسيط إضافة إلى عدة أدوار أخرى سوف نتطرق إليها بالتفصيل في هذا المبحث .

يمارس الوسيط أدواره المختلفة طبقا لنوعية النشاط المعتمد : نشاط محدود أو نشاط كامل ، وأيضا تبعا للسوق المتدخل فيه : سوق أولي أو سوق ثانوي .

المطلب الأول: الوسيط ذي النشاط المحدود:

ويقصد به كل وسيط ينوي أن يقتصر نشاطه على مفاوضة القيم المنقولة لحساب زبائنه فقط ، أي يتدخل في السوق المالي كوكيل أو مفوض دون تقديم الخدمات الأخرى كتسيير حافظات القيم المنقولة ، التوظيف ، السعي المصفقي، الدراسات والبحوث المالية ...إلخ.

يقوم الوسيط في العمليات البورصية في إطار هذا النشاط بدور الربط بين مصالح فئتين مختلفتين ،الفئة التي ترغب في شراء الأوراق المالية والفئة التي ترغب في بيعها وذلك على مستوى السوق الثانوي حيث يلتقي مع بقية الوسطاء لتنفيذ أوامر زبائنه .

---

(١) يختلف هذا الحد من بلد لآخر

(٢) <<حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة>> ص- ٤٤ - ١٩٩٨

لوسيط القيم التي يقوم بمفاوضتها لا يمتلك بيعا أو شراءا ، إنما يمتلكها زبائنه[١] ، حيث يكتفي الوسيط هنا بالقيام بدور الوساطة بين مشتري وبائعي القيم المنقولة ، مقابل عمولة معينة تفوتر للطرفين .

كما قد يتكفل الوسيط ذي النشاط المحدود على مستوى السوق الأولي بتصريف الإصدارات الجديدة بصفته وسيطا مقابل عمولة محددة ، إذ لا يتحمل الوسيط هنا أي خسارة قد تقع من جراء عدم إمكانية تصريف الإصدار في الوقت المناسب .

يقوم الوسيط في العمليات البورصية في هذا الإطار إذا بتقريب رغبتي شخصين عن طريق تنفيذ أمرين مختلفين : أمر شراء وأمر بيع لكميتين متماثلتين ، ووفق سعر يناسب الطرفين .

المطلب الثاني: الوسيط ذي النشاط الكامل

إن التطور الكبير للأنشطة الإقتصادية الذي صاحبه توسع كبير في إنشاء المشاريع الإقتصادية المختلفة التي كانت في حاجة ماسة إلى تجنيد ورصد أموال ضخمة أدى إلى تطور وتوسع مجالات التعامل على مستوى السوق المالية بحثا عن أفضل الطرق والصيغ الممكنة لجلب الأعوان ذوي الفوائض المالية وحثهم لتوجيهها نحو تمويل مختلف المشاريع التي تساهم في التوسع الإقتصادي والإجتماعي مقابل حصولهم على الأوراق المالية المختلفة .

أمام هذه الوضعية وأمام مختلف مشاكل تسيير الحوافظ المالية ، إختيار المنتجات المالية المكونة للتشكيلة ، إنتهاز الفرص المتاحة على مستوى السوق ، تصريف الإصدارات الجديدة ، إدخال القيم إلى البورصة ومشاكل أخرى عدة ظهرت الحاجة الملحة إلى تطوير مهمة الوساطة في العمليات البورصية شيئا فشيئا بشكل يسمح لها بالإستجابة إلى إحتياجات مختلف المتعاملين بها ، وبهذا إتسع مجال تدخل الوسيط في العمليات البورصية ليتعدى بكثير مهمة النشاط المحدود بصفته وسيط فقط بين بائعي ومشتري القيم المنقولة ويشمل عدة وظائف أخرى تسمح لهذا الأخير بمواكبة التطورات الحادثة على مستوى السوق .

وتتمثل المهام الرئيسية للوسيط في العمليات البورصية في هذا الإطار ، أي في إطار النشاط الكامل في :

- عملية شراء وبيع القيم المنقولة لصالحه .
- تسيير حافظات القيم المنقولة بموجب توكيل .
- تقديم النصائح والإرشادات في مجال التوظيف : دور المرشد.
- الخدمات المقدمة إلى المؤسسات في مجال إدخال القيم المنقولة إلى البورصة

---

(١) أو زبائن وسطاء آخرين

وفيما يلي سوف نتطرق بالتفصيل إلى كيفية تدخل الوسيط وفق المهام السالفة الذكر كل على حدى :

١- **عملية شراء وبيع القيم المنقولة لصالحه(لحسابه):**

يحق للوسيط في العمليات البورصية من خلال هذه المهمة شراء القيم المنقولة لصالح محفظته بأمواله الخاصة بهدف إعادة بيعها بسعر أعلى لتحقيق هامش ربح معقول . وذلك بموجب ترخيص خاص يتحصل عليه من إدارة السوق .

كما يمكن للوسيط أيضا أن يقوم بهذه العملية قصد تنظيم السوق أو لضمان سيولة قيمة معينة من القيم المنقولة عن طريق شراء هذه القيم في حالة إنخفاض الأسعار

وبيعها في حالة الإرتفاع ، فهو بذلك يلعب دور صانع السوق(١) الذي يسعى إلى المحافظة على توازن معقول في أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات .

ويجب التفرقة في هذا الصدد بين مفهومين أساسين لكيفية تدخل الوسيط أثناء إجراء عمليات بيع وشراء القيم المنقولة لحسابه ، فنتحدث إذا عن:

- الشراء (الإمتلاك) الثابت La prise ferme
- عمليات الطرف مقابل La contre partie

١- أ - **الشراء الثابت:** لقد ظهر مفهوم << La prise ferme >> لأول مرة بمقهى ليوديز << Lioydis coffée house >> بلندن(٢) ، أين كانت ملتقى مجموعة من المفاوضين الذين اعتادوا على تسجيل أسمائهم على هامش بعض الوثائق لإثبات

إلتزامهم الجماعي لتحمل قسط من الأخطار التي كانت تواجهها بعض أكبر المؤسسات التي تمارس نشاطات تتميز بخطورة عالية .

أما في مجال البورصة والقيم المنقولة، فكلمة الشراء الثابت أيLa prise ferme يقصد بها شراء بتاريخ وسعر محددين مسبقا ، قيما جديدة أسهما كانت أو سندات ، مصدرة من طرف الدولة أو إحدى الشركات .

أي أن عملية الشراء الثابت تتم على مستوى السوق الأولي ، حيث يلتزم الوسيط إذا ما قام بترشيح نفسه إلى هذه العملية ، بشراء الأوراق المصدرة بأمواله الخاصة بغرض إعادة بيعها لتحقيق أرباح ، فهو يتحمل بذلك خطر تسجيل خسائر إذا ما تم انخفاض أسعار القيم المقتناة .

---

(١) صانع السوق هو الشخص الذي يتعامل بالأوراق المالية شراءا وبيعا في السوق الثانوية سواء لصالح محفظته أو لصالح محافظ عملائه

(2) << Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada >> ICVM p-1-38- 1997

ولتجنب أو تقليل الأخطار لأقصى حد ، فإن الوسيط في العمليات البورصية يقوم في مثل هذه العمليات بصفته خبيرا في هذا الميدان بمساعدة المصدر في تحديد الأسعار ، إختيار الوقت الملائم للإصدار ، وبصفة عامة تحضير عملية الإصدار بشكل يجعلها جلابة للمستثمرين ، وبالتالي تصبح القيم محل الإصدار سهلة التصريف أو البيع ، مع المحافظة على عدم إنخفاض الأسعار ، على الأقل خلال الفترة التي تبقى فيها القيم داخل حافظة الوسيط . كما يمكن للوسيط في العمليات البورصية أيضا أن يعمل على توزيع الخطر عن طريق شراء قيمة الإصدار بالإشتراك مع وسيط آخر أو مجموعة من الوسطاء .

إن إجراء مثل هذه العمليات يسمح بتقديم عدة خدمات لمصدري الأوراق المالية ، نظرا لدرايته الواسعة بالشروط السائدة على مستوى السوق الثانوي ، فهو يستطيع بذلك تقديم الإرشادات اللازمة فيما يتعلق بمدة الإستحقاق ، معدلات الفائدة وخصائص القيم التي يمكن تعيين إصدارها الأولي .

١ - ب - **عمليات الطرف المقابل:** تجري عمليات الطرف مقابل عادة على مستوى السوق الثانوي ، أين يتخلع الوسيط في العمليات البورصية دور الطرف المقابل حيث يقوم الوسيط بشراء كمية معينة من القيم المنقولة للإحتفاظ بها لمدة معينة ، ثم إعادة بيعها عند ارتفاع الأسعار وتحقيق هامش ربح معين .

أما فيما يخص تداول القيم ، فإن عمليات الطرف المقابل تسمح بتحقيق سيولة كبيرة للأوراق المعنية ، وهذا راجع إلى سببين رئيسيين :

- إن تدخل الوسيط في العمليات البورصية على مستوى السوق الثانوي بصفته طرفا مقابلا يسمح بزيادة حجم العمليات على مستوى هذه السوق وبالتالي الزيادة في سيولة القيم المتداولة .
- إن إحتفاظ الوسيط بكمية ومجموعة معينة من القيم يسمح بسهولة وسرعة تنفيذ أوامر الشراء لأن اللجوء مباشرة إلى حافظة الوسيط يأخذ وقتا أقل من تنفيذ الأمر على مستوى البورصة أين يجب البحث عن مقتنين للأوراق المراد بيعها أو بائعين للأوراق المراد شراءها .

٢- **تسيير حافظات الأوراق المالية:**

يعد تسيير حافظات الأوراق المالية ، أحد أهم المهام التي يقوم بها الوسيط في العمليات البورصية وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر ، إذ عادة ما لا يمتلك هذا
الأخير الوقت اللازم ولا الخبرة الملائمة للقيام بمثل هذه المهمة ، لهذا فهو يفضل أن يتعهدها إلى الوسيط في العمليات البورصية .

تتمثل عملية تسيير حافظة الأوراق المالية في اختيار التشكيلة المناسبة ، وإجراء التحكمات الضرورية لتفادي خطر تقلبات الأسعار ، فقد يظهر التوظيف في قيم ما جد هام خلال فترة معينة ، لكن يمكن أن تتغير الوضعية بأقصى سرعة لأسباب عديدة نذكر منها تدهور القطاع الذي تنشط فيه الشركة ، أو مواجهة هذه الأخيرة لبعض الصعوبات المالية ، التي تحث المستثمرين على بيع الأوراق المالية التي

بحوزتهم مما يؤدي بالضرورة إلى إنخفاض أسعارها ، والتقليل من قيمتها أو من أهميتها على مستوى السوق .

فعلى الوسيط الذي يتولى ممارسة مثل هذه الوظيفة أن يتخذ القرارات الإستثمارية فيما يخص نوعية القيم المشكلة للمحفظة ، ونسبة كل قيمة إلى إجمالي المحفظة بشكل يضمن تحقيق التنويع الكافي الذي يسمح بتخفيض المخاطر إلى أقصى حد .

ليس هذا فقط بل على الوسيط في العمليات البورصية أن يراقب حركة الأسعار في السوق ، لعله يكتشف قيما تباع بأقل من قيمتها الحقيقية فيضمها إلى المحفظة ، أو يكتشف قيما ضمن محفظته تباع بسعر أعلى من قيمتها الحقيقية فيتخلص منها . وعليه أن يختار التوقيت المناسب لإتخاذ مثل هذه القرارات(١) .

ومن الواضح هنا أن المستثمر الذي لا يهتم بتسيير حافظة أوراقه المالية ، لن يستفيد من الفرص المتاحة إلا نادرا ، لهذا فقد أصبح الوسطاء في العمليات البورصية يتلقون أعداد متزايدة من توكيلات تسيير حافظات الأوراق المالية لصالح زبائنهم مما يسمح بالتنفيذ المباشر لأوامر البيع والشراء التي تخدم مصالح المستثمر(٢) ، مع التقيد بإعلام هذا الأخير في الآجال المحددة(٣) .

يتم تسيير الحوافظ المالية عادة بموجب إتفاقية كتابية

>> Convention de gestion de porte feuille << يتم توقيعها من الطرفين تشمل في بنودها على كل أوجه نطاق وحدود تدخل الوسيط في العمليات البورصية وواجباته مقابل واجبات العميل .

نظرا للأهمية والمكانة الرفيعة ، التي تكتسبها مهمة تسيير حافظات الأوراق المالية في ميدان الأسواق المالية عامة والوساطة في العمليات البورصية خاصة ،

ولإلقاء المزيد من الضوء على هذه النقطة ، فإننا خصصنا فصلا كاملا من هذا الباب للتطرق بالتفصيل إلى خصائص ومزايا هذه المهمة.

٣- **تقديم النصائح والإرشادات في مجال التوظيف:**

يدير الوسيط في العمليات البورصية مجموعة من الحسابات القيمية والنقدية لصالح عملائه ، إذ لا يملك هؤلاء الخبرة ولا المعرفة اللازمة التي تمكنهم من إختيار القيم ولا الوقت المناسب لشراء أو بيع الأوراق المالية ، لهذا فهم يلجؤون إلى خدمات الوسطاء للإستفادة من النصائح والإرشادات التي يقدمها هؤلاء .

تتجه الشركات التي تنوي إصدار أوراق مالية أيضا إلى الإستفادة من الخدمات التي يقدمها الوسيط في

---

(١) >> صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين << منير إبراهيم هندي ص- ٤٢ – ١٩٩٤

(2) << Les intermédiaires financières >> Alain Ferri p-55- 1971

(٣) اليوم ذاته أو على الأكثر اليوم الموالي.

العمليات البورصية في مجال النصح والإرشاد فيما يخص طبيعة القيم الواجب إصدارها ، الوقت المناسب للإصدار ، قيمة الإصدار ، الطرق الواجب إتباعها لتخفيض أخطار السوق ، الدمج ، الإندماج والإرشادات الخاصة بدفع الضرائب .

لا يمكن للوسيط في العمليات البورصية أن يقدم هذا النوع من الخدمات على أكمل وجه ، إلا إذا حرص على تطبيق القاعدة الأساسية في هذا المجال وهي:<< المعرفة الجيدة للزبون >> ، التي تسمح بالإطلاع على الحالة المالية ، والأهداف التي يسعى الزبون إلى تحقيقها من خلال البحث عن توظيف أمواله ، ومن تم التمكن من تقديم النصائح والإرشادات المناسبة للوضعية التي يتواجد فيها هذا الأخير .

هذا ويتقيد الوسيط أثناء قيامه بهذه المهمة بتحمل المسؤوليات التالية ، التي تضمن التوجيه الحسن للمستثمر:

- لابد من إرتكاز التوصيات المقدمة من طرف الوسيط على أساس الدراسات المالية المعمقة والمعلومات المتأتية من مصادر موثوقة .
- لابد من إعلام الزبون بكل جوانب العملية محل التوصية ، بما فيها الإيجابية والسلبية حتى يكون هذا الأخير على دراية كاملة بمميزات العملية التي ينوي القيام بها .
- على الوسيط في العمليات البورصية بصفته مختصا وخبيرا بالقيم المنقولة ، أن يتتبع كل المستجدات الطارئة على الشركات المسعرة بالبورصة ، والتي من شأنها أن تمس مصالح زبائنه .
- عند تقديم توصيات معينة إلى الزبون ، يجب تفادي الضمانات المتعلقة بالسعر الذي يمكن أن تبلغه القيمة محل التوصية ، أو الأرباح الموزعة التي يمكن أن تجلبها[1] .
- لا يجب تقديم التوصيات أو التوجيهات التي تهدف فقط إلى تكثيف العمليات من أجل رفع حجم الأتعاب المحصل عليها .

٤- دور الوسيط في العمليات البورصية في مجال إدخال القيم المنقولة إلى البورصة:

يعتبر قرار الدخول إلى البورصة أحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة ، لذا فإن هذه العملية تتطلب تحضير محكم ، سواء على المستوى المادي المالي أو من حيث إختيار الوسيط الذي يلعب دورها جوهريا في هذا المجال ، إذ أنه يتكفل بمساندة وتوجيه المؤسسة حتى إتمام التسجيل الفعلي وبعده ، لهذا فإننا نستطيع القول بأن نجاح أو فشل عملية دخول المؤسسة إلى البورصة يتوقف بنسبة كبيرة على مهارة وكفاءة الوسيط الذي يتكفل بها .

---

(1) << Manuel sur les normes de conduite>> ICVM p- 35 - 1997

ولا يعتبر التوجه إلى خدمات الوسيط في هذا المجال ميزة بالنسبة للمؤسسة ، إنما ضرورة حتمية تفرضها قوانين كل البورصات عالميا إذ لا تتمكن أي مؤسسة تنوي الدخول إلى البورصة من الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم البورصة إلا بعد إختيار الوسيط المتابع لهذه العملية .

تواجه المؤسسات التي تقوم بتحضير ملفاتها للدخول إلى البورصة إذا ، مشكل إختيار الوسيط المناسب والمتمكن لتسهيل هذه المهمة وتقديم النصائح والإرشادات اللازمة للمؤسسة من أجل تحضير وتحقيق عملية الدخول أولا ، ثم مساندة المؤسسة وتوجيهها للبروز في سوق البورصة ثانيا ، الشيء الذي ينبع من طبيعة العمليات التي يقوم بها الوسيط(١) .

إن عملية الإختيار هذه ترتكز على عدة معايير من أهمها :

- اختيار الوسيط الذي له أكبر معرفة بالمؤسسة وبالتالي تطبيق القاعدة الأساسية لدور الوسيط كمرشد: << المعرفة الجيدة للزبون >> ، مما يسمح له بإعطائها أفضل النصائح عند قيامه بإعداد إجراءات دخولها إلى البورصة ،
- اختيار الوسيط الأكثر تجربة وتكوينا ،
- اختيار الوسيط الأقرب جغرافيا إلى المؤسسة ،
- إختيار الوسيط الذي يتمتع بأحسن الوسائل المادية والبشرية .
- إختيار الوسيط الأقل تكلفة .

وفي إطار التحدث عن التكلفة فإنه يجدر بنا الإشارة إلى أن تكلفة الدخول إلى البورصة تنقسم إلى جزئين رئيسيين :

- جزء ثابت : خاص بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .
- جزء متغير: يمكن التفاوض عليه بين المؤسسة والوسيط وهو يشكل عمولة الوسيط مقابل مختلف الخدمات التي يقدمها في إطار إدخال المؤسسة إلى البورصة .

قد يتضمن هذا الجزء عمولة البنوك التي تتدخل في هذه العملية إما بصفتها عضوا في نقابة الشراء الثابت membre du syndicat de prise ferme أو بصفتها وسيطا فقط تستخدم شبابيكها لتصريف الإصدار الجديد .

إن الإختيار الحسن للوسيط يضمن نجاح عملية الدخول إلى البورصة ، نظرا لما يقدمه من خدمات التي تضمن توفر مناخ ثقة يعتبر ضروريا لحماية وقبول المؤسسة في البورصة .

---

(١) << حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة>> ص- ١٥ - ١٩٩٧

ومن بين الخدمات التي يقدمها الوسيط للمؤسسة في هذا المجال نذكر :

- المساهمة في تقييم المؤسسة ،
- مساعدة المؤسسة في تعديل أنظمتها الأساسية للإستجابة لمتطلبات الدخول ،
- مساعدة المؤسسة في تحضير المذكرة الإعلامية ،
- المشاركة في اختيار إجراء القبول المتفق عليه .
- المشاركة في تجديد قيمة الإصدار والسعر الوحدوي .
- تقديم التوجيهات فيما يخص اختيار الوقت المناسب لإنطلاق العملية .
- الحرص على تقديم طلب القبول في الميعاد المحدد .
- إعلام المؤسسة بكل الشروط والمستجدات الواجب الإمتثال إليها لتحقيق عملية القبول في أحسن الظروف .

وعادة ما تتم التفرقة بين نوعين أساسيين من المذكرات الإعلامية:

- المذكرة الإعلامية المؤقتة ،
- المذكرة الإعلامية النهائية .

أ- **المذكرة الإعلامية المؤقتة:**

كثيرا ما تلجأ المؤسسات عند تحضير عملية دخولها إلى البورصة إلى نشر في وسط الجمهور المتعاملين مذكرة إعلامية مؤقتة ، تحتوي على غالبية معلومات المذكرة الإعلامية النهائية ، عدا بعض المعلومات الخاصة بسعر القيم ، تقارير البحث والتوظيف ، التقديرات المستقبلية للشركة.

يجب أن تتضمن المذكرة الإعلامية المؤقتة في صفحتها الأولى ملاحظة هامة تشير إلى أن هذه المذكرة مؤقتة وموضوعة في انتظار تكملة المذكرة الإعلامية النهائية ، وأنه لا يمكن إبرام أي عقد شراء أو بيع ما لم يتم التأشير على المذكرة الإعلامية النهائية من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة .

إن الهدف الأساسي لنشر المذكرة الإعلامية المؤقتة إنما يكمن في تهيئة الجو الملائم للإصدار عن طريق التعريف بهذه المهمة وبالمؤسسة قبل استكمال كل الإجراءات المتعلقة بها ، هذا من جهة . ومن جهة أخرى السماح للمؤسسة

باستكشاف مدى اهتمام الجمهور بهذه العملية ، لإتخاذ الإجراءات اللازمة .

---

(١) عادة ما يتم تقييم المؤسسة من طرف أخصائيين في هذا المجال لكن قد يساهم الوسيط في هذه العملية

ب- **المذكرة الإعلامية النهائية:**

تحتوي المذكرة الإعلامية النهائية على كل المعلومات المتعلقة بالشركة وبالقيم محل الإصدار عامة .

ويمكن حصر هذه المعلومات فيما يلي :

- يجب أن يحتوي غلاف المذكرة على إسم الشركة ، مقرها ، الرأسمال الإجتماعي ، تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة البورصة ، سعر الإصدار الوحدوي ، عدد الأسهم المعروضة للبيع ، فترة العرض وقائمة الوسطاء والبنوك المكلفين بتصريف الإصدار .
- معلومات خاصة بعملية الإصدار :
  - أسباب الإصدار والهدف منه ،
  - قيمة الإصدار ،
  - تكاليف العملية ،
  - فترة العرض وتاريخ الإنتفاع Date de jouissance ،
  - شروط تسليم الأسهم ، النظام الضريبي المطبّق وعقد السيولة .
- معلومات عامة عن الشركة :
  - الرأسمال: تقسيمه ، تطويره ، عدد المساهمين الذين يمتلكون خمسة بالمائة (٥%) أو أكثر من رأسمال المؤسسة .
  - نشاط الشركة : التاريخ ، هيكلة الشركة ، الميزات العامة للنشاط ، البنوك المتعامل معها ، توزيعها الجغرافي ، الموارد البشرية ، الإستثمارات ، المخزونات ، العقود الهامة المبرمة ، المشاكل .
- المعلومات المالية :

  الميزانية ، جدول حسابات النتائج ، جدول المدخلات والمخرجات ، جدول توزيع الأرباح والنتائج ، عدد الأسهم المقيّدة بالبورصة ، سياسة توزيع الأرباح .
- هياكل إدارة وتسيير المؤسسة :

  المديرية العامة ، سياسة الإعلام ، المراقبة الخارجية للمؤسسة ، مندوبي حسابات المؤسسة .
- معلومات خاصة بالتطور الحالي والآفاق المستقبلية للشركة :

  رقم الأعمال ، حجم النشاط ، الإستثمارات ، الإتجاهات الإستراتيجية والتقديرات المستقبلية .
- مصادقة الأشخاص المتحملين لمسؤولية مصداقية المعلومات المحررة في المذكرة الإعلامية : إمضاء ومهمة هؤلاء الأشخاص .

بخلاف المذكرة الإعلامية المؤقتة ، فإن المذكرة الإعلامية النهائية يجب أن ترفق بتصديق مندوب الحسابات ، والمحامي اللذين يؤكدان على الإمتثال للقوانين والإجراءات الضرورية لهذه العملية .

المطلب الثالث: المهام اليومية التي يتكفل بها الوسيط ودوره بالنسبة للمتعاملين

تلخيصا لما ذكر سابقا ولإعطاء صورة أوضح عن العمليات اليومية التي يقوم بها الوسيط في العمليات البورصية ، فإننا قمنا بحصر كل هذه العمليات في النقاط التالية:

- تقديم التوصيات اللازمة لعملائه ، فيما يخص شراء أو بيع القيم المنقولة ،
- تنفيذ أوامر الشراء والبيع المعطاة من طرف الزبائن ،
- التأكد من تسليم عقود الشراء أو البيع للعملاء في الآجال المحددة ،
- التأكد من تسجيل القيم المشتراة باسم العملاء ، وأن هذا الأخير يتمتع بالحقوق المتوخاة من جراء عملية الشراء ،
- التحقق من أن العميل يتمتع دائما بالحقوق الغير محولة من جراء عملية البيع ،
- التأكد من تحصل العميل على الأرباح الموزعة والفوائد المحصلة في المواعيد المناسبة ،
- الإحاطة المستمرة للعميل بكل المعلومات والمستجدات المرتبطة بالقيم التي بحوزته ،
- تتبع كل الأحداث الإقتصادية والتطورات أو التغيرات الطارئة على سوق الأوراق المالية بهدف التوجيه الحسن للمستثمر ،
- الإستعداد الكامل لإجابة العميل على كل الأسئلة التي يمكن أن يطرحها ، سواء المتعلقة بحافظة أوراقه المالية ، أو بقطاع الأوراق المالية بشكل عام ،
- مسك ، إتمام وضبط ملفات العملاء ،
- إجراء السعي المصفقي بغية تطوير قاعدة العملاء أو الزبائن ،
- فتح الحسابات للعملاء الجدد ،
- القيام بالإجراءات اللازمة لغلق أو تحويل حساب العميل إذا ما أعطى هذا الأخير أمرا بذلك ،

---

(1) Manuel sur les normes de conduite ICVM p- 40- 1997

- تحضير إشعارات التنفيذ وإرسالها إلى العملاء في الآجال المحددة ،
- إعداد الكشوفات الشهرية أو الثلاثية الخاصة بالعمليات المبرمة من طرف كل عميل ،
- مسك الدفاتر المحاسبية والسجّلات الرسمية المقررة ،
- مساعدة المؤسسات في طرح الإصدارات الجديدة ، وتقييد القيم بالبورصة ،
- تسيير حافظات الأوراق المالية ، والقيام بذلك بكل عمليات الترجيح وإستغلال الفرص المتاحة لتعظيم مردودية المحفظة ،
- القيام بعمليات الطرف المقابل عن طريق بيع وشراء القيم المنقولة لحسابه .

- أهمية الوسيط بالنسبة للمتعاملين

يلجأ مختلف المتعاملين بالبورصة إلى الوسطاء في العمليات البورصية لتنفيذ أوامرهم بيعا أو شراءا والإستفادة من مختلف الخدمات التي يقدّمها هؤلاء وذلك نظرا للأهمية التي يحتلها الوسطاء في المجال التعامل بالأوراق المالية والتي يمكن تلخيصها في :

أ- الخبرة والتخصص: لقد سبق وأن ذكرنا أنّه لا يمكن ممارسة مهنة الوساطة في العمليات البورصية إلا من طرف أشخاص مختصين في هذا الميدان يتميّزون بالخبرة والكفاءة اللازمة لتنفيذ العمليات وإبرام العقود التي تحتاج إلى مهارات وتقنيات خاصة لا تتوفر إلا في المختصين في هذا الميدان .

ب - التقليل من تكاليف المعلومات المفيدة لإتخاذ القرار الإستثماري:

عادة ما يحتاج المتعاملين بالأوراق المالية بيعا وشراءا إلى معلومات كثيرة متعلقة بالشركات المقيدة بالبورصة ، حالتها المالية ، سمعتها ، تقلبّات الأسعار على مستوى السوق المالية ، إتجاهات الأسواق المالية وغيرها من المعلومات التي تفيدهم في إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد .

يحتاج الحصول على مثل هذه المعلومات إلى بذل مجهودات عويصة وصرف مبالغ ضخمة ، لهذا فإنّ اللجوء إلى الوسطاء في العمليات البورصية الذين يتميزون بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على إتخاذ القرار المناسب من شأنه أن يقلل من حدّة تكلفة هذه العملية مقارنة بالطريقة السابقة .

ج - إقتصاد الوقت: يسمح اللجوء إلى الوسطاء في العمليات البورصية إلى المستثمرين في هذا المجال بإقتصاد الوقت ، سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يضيّعون وقتا في البحث عن مشترين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة لإحتياجاتهم ، بل يكتفي هؤلاء بإعطاء أمر للوسيط الذي يتكفل بالقيام بهذه المهام تم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد

.

المبحث الرابع: قواعد وأدبيات المهنة

إنّ مهنة الوساطة في العمليات البورصية ، تتطلب الإلتزام ببعض القواعد والأدبيات التـي تعتبر جد مهمة لبعث روح الثقة لدى المتعاملين وجلبهم لتوظيف أموالهم بهذا المجال بكل أمان .

تعرف القواعد والأدبيات بأنها مختلف القيم والمبـادئ التـي يمكـن أن يرتكـز عليـها أي شـخص فـي تبنيـه لسلوكات أو تصرفات مسؤولة تعّد قيّمة من وجهة نظر الآخرين[1] وبهذا الصدد فإن الوسيط في العمليات البورصية يتقيد باحترام بعض القواعد والأدبيات التي تسـاعده فـي سـلك الطريـق السـليم فـي علاقاتـه مـع العملاء واتخاذ القرارات المناسـبة ، خاصـة عندمـا تعـارض مصالحـه الشـخصية مـع مصـالح العميـل أو العملاء أو مصالح المؤسسة .

ترتبط هذه القواعد والأدبيات من جهة بالضمير المـهني للوسـيط ، ومـن جهـة أخـرى بـالقوانين المرتبطـة بالتشريعات البورصية وتجارة القيم المنقولة التي تحدّد العقوبات المترتبة عن مخالفة هذه القوانين .

إن احترام القواعد والأدبيات المنصوص عليها في مجال التعامل بالقيم المنقولة مـن شـأنه أن يعـود بـالنفع على الوسيط ذاته ، على مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى قطاع القيم المنقولة بكامله ، إذ يسمح بخلق جوّ من الثقة والجدّية في التعامل ومن تم إعطاء صورة حسنة للثلاث عناصر السابقة الذكر .

وسنتطرق في هذا المبحث بالتفصيل إلى هذه القواعد ، كيفية تطبيقـها ومـدى أهميتـها ودورهـا فـي تفـادي الأخطاء وتسهيل اتخاذ القرارات وتوجيه العملاء .

---

(١) <<محاضرات في القيم المنقولة>> من إعداد حمدان أحمد مختص عالمي بالقيم المنقولة ص- ١١٢ ـ ١٩٩٦

المطلب الأول :الإخلاص الصارم: Loyauté indéfectible

على الوسيط في العمليات البورصية أن يظهر إخلاصا كاملا في كل تعاملاته ، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيه ، وقدموا له ما لديهم ، وساروا وفق توجيهاته الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم . ويتضح إخلاصه هذا في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة إنشغالاته وعلى وجه الخصوص عند إنجازه للعمليات لصالح هؤلاء . كما يمكن إظهار إخلاص الوسيط من خلال تبنيه لمسلك يرتكز على احترام المبادئ التالية مع أي عميل من عملائه:

١- المعرفة الجيدة للعميل:

وهي قاعدة أساسية يتم الإرتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل . فللقيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه على الوسيط أن يبذل كل مجهوداته وبطريقة عملية للإطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف بالنسبة لكل عميل من عملائه .

إن الإطلاع فقط على العوامل السالفة الذكر لا يكفي ، بل لابد من دراستها وفهمها ومحاولة توجيه أو تنبيه هذا الأخير إذا ما اختلف محتوى الأمر عن المعلومات المقدمة عند فتح الحساب .

وبالطبع من المحتمل أن تتغير أوضاع العميل أو أهدافه الخاصة بالتوظيف ، فمن مهمة الوسيط هنا أن يتابع كل هذه التغيرات وأن يتمم أو يعدل الملف وفقا لأي تغيير ، مرفقا بذلك كل الوثائق اللازمة والمتضمنة للمعلومات الجديدة ، الشيء الذي يضمن كفاءة العمليات المنجزة لصالح الزبون .

٢- التحليل المعمق:

لابد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وتحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة ، ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوى إنجازها لصالحه من جهة أخرى .

٣- الأوامر الغير ملتمسة: Ordres non sollicités

إن الأوامر الغير ملتمسة التي يقدمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات والأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب ، فيلتزم الوسيط في هذه الحالة بتنبيه الزبون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدمة سابقا ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته .

فقد يصر العميل رغم كل ذلك على تنفيذ الأمر ، وفي هذه الحالة ولحماية الوسيط ومؤسساته من العواقب الوخيمة التي قد تنجم من هذه العملية . على هذا الأخير أن يلجأ إلى تغيير أهداف التوظيف المسجلة على وثيقة فتح الحساب ، واستبدالها بالأهداف الجديدة المعبر عنها من طرف العميل ، إضافة إلى تسجيل علامة << غير ملتمس >> على وثيقة الأمر[1] ، La fiche d'ordre

---

(1) Manuel sur les normes de conduite ICVM 1997 p- 7 -

٤- **أصول العميل ملك له:**

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة ، إلا أنها تبقى دائما ملكا خاصا به ، ولا يمكن التصرف فيها إلا وفقا لإرادة أو تعليمات هذا الأخير .

وتنطبق هذه القاعدة أيضا على كل عمليات القرض أو الإقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط وعميله . فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات[1] ، إلا أنه يجب على الوسيط أن يتفادى استغلال معرفته لوضعية العميل واستعمالها لأغراض شخصية .

٥- **دقة وكمالية المعلومات المقدمة للعميل:**

يعد الإعلام المستمر للعميل بكل ما يتعلق بأصوله القيمية والنقدية من بين أهم واجبات الوسيط اتجاه زبائنه ، فعلى الوسيط إذا أن يتخذ الإجراءات اللازمة التي تضمن إستلام العميل لكل المعلومات في الأوقات المناسبة ، وكذا صحة ، دقة وكمالية هذه المعلومات والتي تخص عادة كل ما يمس حافظة الأوراق المالية .

فبالإضافة إلى مختلف الوثائق التي يتم إرسالها إلى العميل والتي تأكد تنفيذ العمليات وتبين ما له وما عليه (إشعار التنفيذ ، كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية) ، يعتني الوسيط بإحاطة العميل بكل المعلومات والمميزات الخاصة بكل قيمة من القيم المشكلة لمحفظته أو التي تكون جزءا منها في المستقبل القريب .

وما يجدر الإشارة إليه هنا ، هو حرص الوسيط على تقديم معلومات دقيقة وصحيحة متفاديا بذلك إخفاء أو تغيير وجهة أي معلومة بهدف إعطاء صورة أحسن لمردودية الحافظة تختلف مما هي عليه في الحقيقة .

المطلب الثاني :الطابع السري للمعلومات المتعلقة بالعميل

يضع العميل ثقته بالوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية بما فيها المدخول السنوي ، الشهري ، الإحداثيات ...إلخ ، فمن الواجب أن يلتزم هذا الأخير (الوسيط) باحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة .

إن التقيد بتطبيق هذه القاعدة من شأنه أن يساعد على الحفاظ عل سمعة المؤسسة والزيادة من مصداقيتها .

١- **المعلومات الخاصة بحساب العميل والعمليات المنجزة بإسمه:**

لابد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري ، إذ لا يجب أن يتم التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك .

يمس الطابع السري أيضا في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف .

---

(١) شريطة الحصول على موافقة مدير المؤسسة وإعلام كل الأعضاء بذلك .

٢- <u>المعلومات المرتبطة بنوعية وإصدار الأوامر:</u>

يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة ، بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة ، ونظرا لعلاقة الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل والوسيط فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة محافظا بذلك على سرية النقاشات والأوامر أو إستراتيجيات التوظيف التي يتم اتباعها ، إضافة إلى ضرورة استخدام المعلومات المتحصل عليها لصالح العميل فقط دون أي شخص آخر حتى ولو كان هذا الشخص الوسيط ذاته .

<u>المطلب الثالث</u> : جلب احترام وثقة الجمهور المتعاملين

يتخذ الوسيط في العمليات البورصية عدة طرق وأساليب لكسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات ، ولتحقيق هذه الأهداف من الضروري أن يمارس الوسيط كل نشاطاته في إطار يسمح بإعطائه صورة قيمة تجعله محل ثقة واحترام إتجاه كل المتعاملين .

ولا يجوز للوسيط أن يقوم بأية عملية لصالح العميل إلا في إطار الحقوق المخولة له من طرف هذا الأخير طبيعة الحساب المفتوح وطبيعة النشاط الذي يقوم به والقوانين التي تحكمه .

١- <u>الحسابات << بطاقة بيضاء >></u>: Comptes carte blanche

لا يمكن لأي مؤسسة وساطة أن تبادر بتسجيل أو تنفيذ عملية ما لحساب أي عميل ، إلا إذا أعطى هذا الأخير أمر بذلك أو قام بتحويل أو فتح حساب على أساس حساب << بطاقة بيضاء >> وفقا لما جاء في قرارات هيآت التشريع المؤهلة .

يسمح الحساب << بطاقة بيضاء >> بإعطاء الحق الكامل للوسيط بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذا ما رأى أن هذه العملية مربحة ، بما في ذلك تحديد السعر ، الكمية ، المكان والزمان .

لا يمكن للوسيط أن يقبل فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق ، وكان الممثل[1] شريكا أو مديرا .

---

(١) ممثل مؤسسة الوساطة اتجاه العميل .

٢- **لا يمكن إتمام إنجاز العمليات إلا من طرف الأشخاص المعتمدين:**

إن قبول الأوامر ، تنفيذها أو تقديم النصائح والإرشادات للزبائن ، لا يمكن أن يتم إلا من طرف شخص معتمد لممارسة هذه الوظيفة بما فيها الشركاء أو المدراء وذلك لتجنب الأخطاء ، وضمان خدمة على أقصى حد من الكفاءة مما يزيد من إحترام وثقة العملاء والمتعاملين عامة .

٣- **إنسجام الوسيط ومسؤوليته إتجاه المؤسسة:**

يعمل الوسيط لحساب المؤسسة التي توظفه ، وتوفر له كل شروط العمل لهذا فهو يلتزم بالأخذ بعين الإعتبار ذلك أثناء مزاولته لكل مهامه ، مع احترام كونه عضوا من المؤسسة وأنه مسؤول اتجاه هذه الأخيرة مسؤولية تامة ، إذ لا تسمح له القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك ، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولا والمؤسسة ثانية مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها .

٤- **التحلي بدرجة عالية من المعرفة:**

يعتبر عمل الوساطة في العمليات البورصية عملا يتطلب درجة عالية من المعرفة في جل الميادين الإقتصادية والسياسية وخاصة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية مما يسمح بإكتساب كفاءة معتبرة تمكن من التوجيه الحسن للعملاء والقيام بكل الوظائف على أكمل وجه .

إن الإكتساب الأولي للكفاءة والمعرفة لا يكفي ، بل يجب السعي دائما وراء تطويرها وتجديدها لتفادي الغلط أو الإدلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة ، ولا يتم ذلك إلا عن طريق البقاء على علم بكل المستجدات والتغيرات الإقتصادية والسياسية ، ميولات السوق وأسعار الفائدة على المستوى الوطني والعالمي ، إستراتيجيات ووسائل التوظيف الجديدة ، بما فيها المعرفة الجيدة لمميزات أدوات التوظيف المتاحة على مستوى السوق[١] .

٥- **السير أو العمل وفقا لقوانين بورصة القيم المنقولة:**

يحكم السير العادي لنشاط القيم المنقولة مجموعة قوانين تسنها الهيآت المؤهلة للقيام بمثل هذا العمل . تعمل هذه القوانين على توجيه النشاط ووضع القواعد الأساسية والحدود التي لا يمكن تجاوزها للحفاظ على مصلحة الجمهور المتعاملين ، مؤسسات الوساطة وقطاع القيم المنقولة بشكل عام .

- يجب على الوسيط في العمليات البورصية أن يحرص على تطبيق القوانين واللوائح المتعلقة بمزاولة مهنة الوساطة ، والإبتعاد عن إرتكاب أية مخالفة عمدا ، وإلا تعرض إلى بعض العقوبات التي قد تصل إلى منعه من مزاولة المهنة منعا باتا ،

(1) <<Manuel sur les normes de conduite>> ICVM p- 24 - 1997

- لا يمكن للوسيط أن يقبل أي أمر شراء أو بيع ، إذا ما علم بأن هذا الأمر قـائم علـى أسـاس معلومـات مسبقة ، ليست في متناول الجميع (حاليا) ،
- يشترط في الوسيط أن يتمتع بالأمانة والسرية المطلقة ، لهذا فلا يحق لهذا الأخير أن يشرع بتبليغ أية معلومة سرية يتلقاها من المؤسسة المصدرة لأي شخص كان ، ولا أن يتخذ أي قـرار توظيـف طبقـا لـهذه المعلومة ما لم تصبح هذه الأخيرة علنية وفي متناول الجميع .

<u>بعض السلوكات المخالفة لقواعد وأدبيات مهنة الوسطاء في العمليات البورصية</u>

بعد التطرق إلى أهم قواعد وأدبيات المهنة ، سنقوم فيما يلي بذكر بعض العمليات التي يمكن تسـجيلها في باب المخالفات:

- القيام بتأكيد تنفيذ أمر لم يتم تنفيذه فعليا ،
- ممارسة ضغط معين لإنجاز عملية ما ،
- إيهام العميل بأنه سيحقق ربحا كبيرا وأنه لن يحقق أية خسارة من جراء فتـح حسـاب أو إصـدار أمـر معين ،
- القيام بأي تصرف مغري لتغليط الجمهور المتعاملين ،
- محاولة إعطاء مظهر خاطئ لمشاركة الجمهور[١] في العمليات المبرمة على قيمة ما ،
- محاولة التأثير على مستوى السعر الجاري لقيمة ما ،
- إجراء عمليات وهمية على قيمة ما .

---

(١) التصريح بأنها مشاركة فعالة مع العلم بأن ذلك غير صحيح .

الفصل الثاني: تنظيم وإدارة مؤسسات الوساطة

تطرقنا في الفصول السابقة إلى ماهية مؤسسات الوساطة والأدوار الرئيسية المنوطة لها ، التي تستلزم للقيام بها على أكمل وجه تنظيما محكما وتسييرا ذي درجة عالية من الكفاءة ؛ لهذا فإننا سنتطرق في هذا الفصل إلى كيفية تنظيم مؤسسة الوساطة ، والهيكلة العامة لهذه الأخيرة ، إضافة إلى كيفية تسيير وتنفيذ العمليات على مستوى كل قسم من الأقسام الرئيسية والمتمثلة في :

- **Le front office** : وهو القسم الخاص بالتعامل مباشرة مع الزبائن ، وتمثيل المؤسسة على مستوى مقصورة البورصة لتنفيذ الأوامر المتلقاة من الزبائن .
- **Le middel office** : وهو القسم الرابط بين **Le front office** و **Le back office** إذ يعمل على نقل الأوامر والتعليمات من القسم الأول إلى القسم الثاني .
- **Le back office** : وهو يتكفل بالقيام بكل العمليات الداخلية للمؤسسة الخاصة بالمحاسبة ، إرسال إشعارات تنفيذ العمليات ، وتحضير تقارير العمليات الشهرية ، الثلاثية أو السداسية للزبائن...إلخ .

إن التطور الكبير الذي عرفته البورصة ، وتعدد وتعقيد العمليات المبرمة بها ، أدى إلى تزايد كبير لعدد وحجم مؤسسات الوساطة التي أصبحت منتشرة في كل أنحاء العالم بفروعها المتعددة والمختصة في ميدان أو عدة ميادين لقطاع القيم المنقولة .

يختلف حجم مؤسسات الوساطة هذه من الصغيرة التي توظف عددا جد ضئيل من العمال ، والتي لا تكتسب سوى مكتبا واحدا لإنجاز العمليات ، إلى المتوسطة ، فإلى الكبرى التي توظف ما يفوق عن ألفين(٢٠٠٠) عامل ، والمنتشرة عبر كل أنحاء الوطن والعالم بالمائة(١٠٠) أو المائتين وكالة(1) ، والتي تقدم مجموعة متنوعة من المنتجات والخدمات المالية .

أما مؤسسات الوساطة الصغيرة الحجم فعادة ما تختص في تقديم نوع معين من الخدمات ، كمفاوضة الأسهم فقط ، أو السندات فقط أو الإختصاص في القيام بالدراسات المالية أو الوظائف الإستشارية .

---

(1) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilières>> ICVM p1-48 - 1997

المبحث الأول: هيكل وتنظيم مؤسسات الوساطة

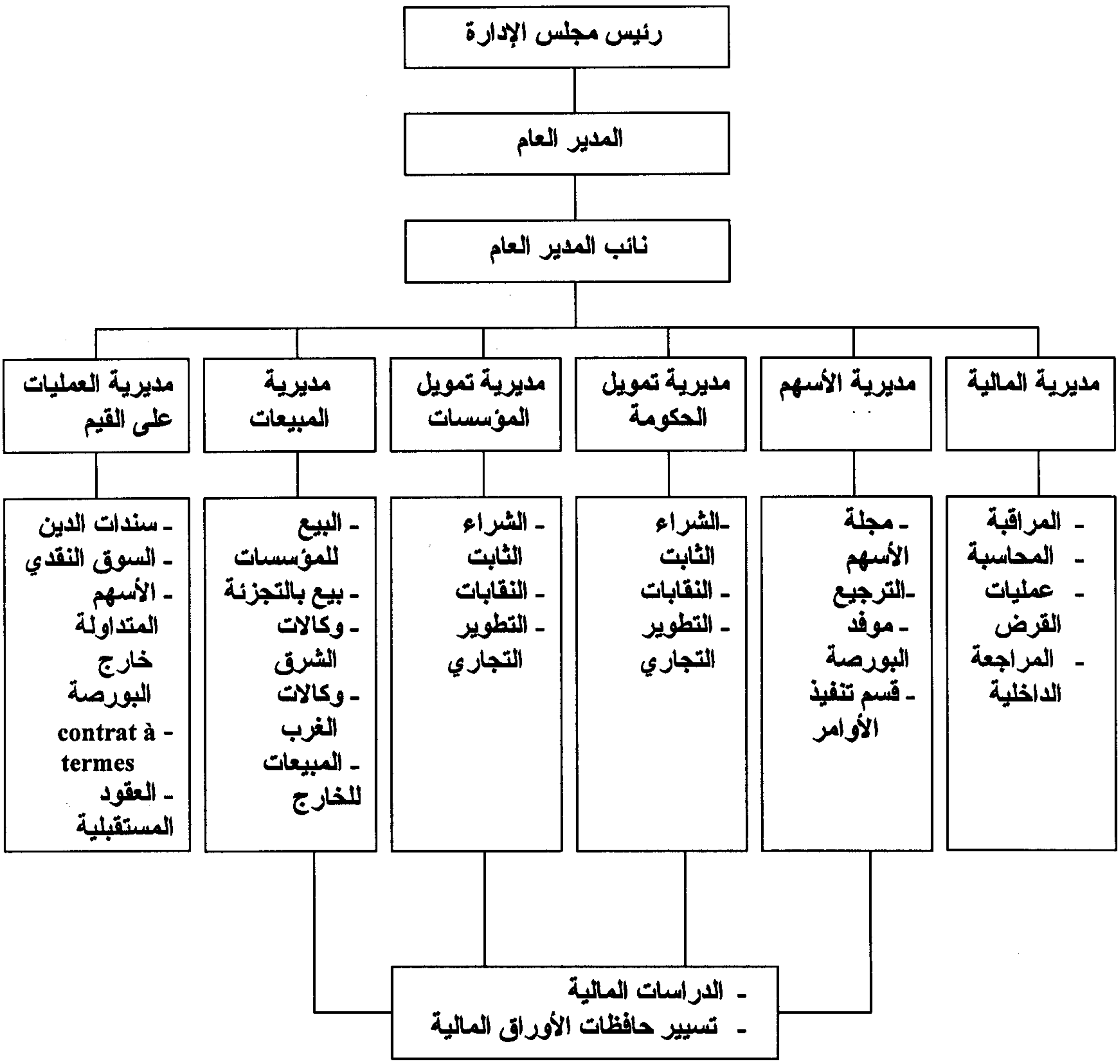
المطلب الأول: هيكل مؤسسات الوساطة:

تختلف هياكل مؤسسات الوساطة حسب حجم هذه الأخيرة عدد العمال ، عدد الوكالات ، نوعية الخدمات المقدمة ، درجة التخصص...إلخ.

حيث تتبنى كل مؤسسة هيكلة تتلاءم مع النشاطات التي تمارسها وحجم العمليات التي تبرمها .

رغم هذا الإختلاف إلا أن معظم الهياكل تتضمن نفس التقسيمات الرئيسية ، التي يجب أن تتميز بالمرونة والقدرة على التكيف مع تغيرات السوق والمحيط الخارجي عامة .

وفيما يلي سوف نتعرض إلى تقديم نموذج لهيكلة مؤسسات الوساطة ذات الحجم الكبير (أحد أكبر مؤسسات الوساطة بكندا) .



Cours sur le commerce des valeurs mobilières   المصدر :

ICVM   p1-49-   1997

المطلب الثاني: تنظيم مؤسسات الوساطة

١- المديرية:

إن مفتاح نجاح أي مؤسسة بما فيها مؤسسات الوساطة ، إنما يكمن في نجاعة التسيير وكفاءة المسيرين . إذ تعيش المؤسسة في محيط متغير باستمرار ،

الشيء الذي يتطلب من المسير القدرة على التكيف مع هذه التغيرات ، إنتهاز الفرص المتاحة ، الدخول إلى مختلف الأسواق ، إستخدام رؤوس الأموال إلى أقصى حد والتركيز على إرضاء العمال وحثهم على العمل .

أما عن الأعضاء المكونة لمديرية مؤسسة الوساطة فهي تتمثل في: رئيس مجلس الإدارة ، المدير العام ، نائب المدير ومديري الدوائر .

رغم اختلاف توزيع الدوائر والمديريات من مؤسسة لأخرى ، إلا أن اتخاذ القرارات وتسطير الإستراتيجيات والسياسات يعتبر من مهام المديرية .

٢- الأقسام:

من بين الأقسام التي نجدها عادة في مؤسسات الوساطة ما يلي:

أ- قسم المبيعات:

يتوقف نجاح مؤسسة الوساطة بشكل كبير على الأرباح التي يمكن أن تحققها من وراء قسم المبيعات ، الذي يعتبر أهم قسم . وهو يتكون عادة من فرعين رئيسيين هما :

- فرع خاص بالمؤسسات كبيرة الحجم: المؤسسات المالية وغير المالية .
- فرع خاص بالمدخرين والمؤسسات الصغيرة الحجم .

يتعامل هذا القسم عادة مع القسم المكلف بعمليات الشراء الثابت من أجل بيع الإصدارات الجديدة لكبار المؤسسات ، وبالتعاون مع قسم العمليات على القيم يساهم قسم المبيعات في المفاوضة اليومية للقيم المتداولة في السوق .

ب- قسم العمليات المتعلقة بالشراء الثابت:

تتم عمليات الشراء الثابت عادة عن طريق المناقصة أو المزاد ، أين تلتزم مجموعة من الوسطاء باقتناء الإصدار الجديد .

ولضمان نجاح هذه العملية تساعد مؤسسات الوساطة المعنية الشركة المصدرة في تحديد نوع القيم الواجب إصدارها ، السعر ، معدل الفائدة(١) أو نسبة الأرباح الموزعة(٢) والمميزات الخاصة للإصدار.

---
(١) بالنسبة لسندات الدين
(٢) بالنسبة للأسهم

ج- قسم العمليات على القيم:

يرتبط هذا القسم في عمله إرتباطا وثيقا بالقسمين السابقي الذكر وهو يضم عادة ثلاث شعب رئيسية :

- **شعبة السندات:** وهي مختصة بالتعامل في السندات بجميع أنواعها بما فيها سندات الدولة ، سندات الشركات ، سندات السوق النقدي...إلخ .
- **شعبة الأسهم:** تتم مفاوضة الأسهم المسعرة في البورصة من طرف مفاوضين مختصين، يتلقون الأوامر من عملاءهم لتنفيذها في مقصورة البورصة،
وتخص عمليات هذه الشعبة كل فئات الأسهم المقيدة في البورصة .
- **شعبة المنتجات المختصة:** وهي تتعلق بهيآت التوظيف الجماعي ، العقود لآجال (Contrats à termes) ، الإختيارات (Les options) ...إلخ .

د- قسم الدراسات المالية وتسيير الحافظات:

يضم هذا القسم عدة محللين ماليين وتقنيين يهتمون كل في اختصاصه وفي قطاع معين أو قطاعات معينة بدراسة شروط السوق المالي ، النشاطات الجارية الآفاق المستقبلية لمختلف المؤسسات الوطنية والأجنبية وأخيرا دراسة وتتبع ميول الأسواق المالية والأوضاع الإقتصادية .

يقوم هذا القسم بعد إتمام كل العمليات الدراسية لقطاع أو لمؤسسة معينة بتحضير التقارير اللازمة التي تتضمن توصيات محددة في مجال التوظيف .

كما يعمل هذا القسم على تقديم الخدمات المتعلقة بتسيير حافظات الأوراق المالية لحساب الزبائن ومساعدة قسمي الشراء الثابت وتمويل المؤسسات في القيام بالدراسات الخاصة بالإصدارات الجديدة ، الدمج ، الإقتناء ...إلخ .

?- الإدارة:

يسهل عمل الإدارة عمل الأقسام الأخرى وذلك بفضل العمليات التي تقوم بها مختلف فروعها المتمثلة في:

- **العمليات:** يهتم هذا الفرع بتسجيل كل عمليات المؤسسة والعملاء بما فيها التسجيلات المحاسبية ، إضافة إلى متابعة مدخلات ومخرجات رؤوس الأموال ، إصدار وتحصيل الفوائد والأرباح الموزعة للقيم المحتفظ بها .
- **القروض:** يعمل هذا الفرع على مراقبة الحسابات القيمية والنقدية للعملاء ، وتقديم القروض اللازمة لذوي الحسابات على الهامش[1] وفقا للقوانين المتعلقة بهذا المجال .

---

(١) أنظر ص- ٩٧ - من هذه الرسالة

المحاسبة: يختص هذا الفرع بكل ما يتعلق بالأجور ، الميزانيات ،التقـارير ، المراقبـات الماليـة ، تحويـل رؤوس الأموال من قسم لآخر حسب الحاجة والتأكد من أن المؤسسة تكتسب دائما الحد الأدنى لرأس المال المقرر في القوانين الرسمية .

المبحث الثاني: العلاقات القائمة بين مؤسسات الوساطة والعملاء

تكتسب مؤسسات الوساطة كما ذكر سابقا ، هيكلة وتنظيما محكما يتماشى مع تنظيم العلاقـات القائمـة بينها وبين عملاءها والتي تتحدد بعدة جوانب ، إذ لا تربطهما علاقة إلقاء وتنفيذ الأوامر فقـط ، بـل هنـاك عدة مراحل تتم قبل وبعد تنفيذ هذه العملية وذلك بهدف التسيير الحسن وإلقاء الضـوء أكثر علـى وضعيـة ،أهداف ومتطلبات العملاء .

لهذا الغرض تمسك مؤسسات الوساطة ملفات خاصة بكل عميل والعمليات المنعقدة مع هـذا الأخيـر ، كمـا تعتني بإعلامه بكل تحركات حساباته القيمية والنقدية مع تأكيد تنفيذ الأوامر في كل مرة .

ويمكن تلخيص أهم المراحل التي تقوم بها أقسام مؤسسة الوساطة ، أثناء تعاملاتـها مـع الزبـائن وتنفيذ أوامر هؤلاء فيما يلي:

- فتح الحسابات ،
- تلقي الأوامر ،
- تنفيذ الأوامر ،
- التسوية والتسليم ،
- إعداد الكشوفات الشهرية .

تأخذ كل مرحلة من هذه المراحل أهمية خاصة وإلزاميـة ، ضمـن صـيرورة تنظيم نشـاط الوسـيط وتنفيذ أوامر عملائه .

وفيما يلي سوف نتطرق بوضوح إلى محتوى ومكانة كل مرحلة ، إلى جانب مختلـف المعلومـات الواجـب سردها أو التحصل عليها والتي من شأنها أن تضمن أو تساعد على السير الفعال لمختلف العمليات .

المطلب الأول: فتح الحسابات

تعد قاعدة << المعرفة الجيدة للعميل >> في غاية الأهمية ، بما أن التوجيهات و التحفظات التي يقدمها الوسيط لابد و أن تتلاءم بما يرغب به العميل . لهذا فإن أول صلة يتم إنشاءها بين الطرفين تتمثل في فتح الحساب حيث يجب الحرص على الملء الكامل و الواضح لوثيقة فتح الحساب التي تتوفر البيانات الضرورية التي تسمح ب:

- تقييم الخطر الذي تواجهه مؤسسة الوساطة ، بقبولها فتح الحساب ،
- تمكين الوسيط من تقديم المساعدات و التوجيهات اللازمة للعميل خلال عملياته الأولى للشراء ، ثم تكوين وتعديل حافظته المالية تبعا لتطوّر أهدافه ،
- الحصول على المعلومات اللازمة لتحديد نوع التسوية الملائم للزبون .

ومن بين المعلومات الهامة التي يجب أن تتضمنها وثيقة فبح الحساب(١) ما يلي:

- اللقب و الإسم الكامل للعميل بالنسبة للأشخاص الماديين أو الغرض بالنسبة للأشخاص الطبيعيين .
- العنوان: لابد من إعطاء عنوان ثابت تتمكن المؤسسة من استعماله لكل مراسلاتها مع العميل .
- رقم هاتف البيت و العمل: للإتصال بالعميل في الحالات المستعجلة .
- مهنة ومستخدم العميل بالنسبة للأشخاص الماديين .
- سن العميل ، ممتلكاته ، إيراده ، معرفته في ميدان التوظيف ، الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها من خلال توظيف أمواله و المخاطر التي يتكفل بتحملها .
- الأصول الشركة ، مسيريها وأعضاء مجلس الإدارة بالنسبة للأشخاص المعنويين .
- تصريحات إعطاء الأوامر: وهناك لابد من الحصول على كل المعلومات الخاصة بالأشخاص المصرح لهم بإعطاء الأوامر عدا العميل نفسه وحدود هذا التصريح فيما يخص سحب المبالغ وإعطاء أوامر الشراء والبيع .
- أمّا فيما يخّص نوعية الحسابات المسيّرة من طرف الوسيط هناك نوعين أساسيين للحسابات التي يمكن أن يقوم العميل بفتحها وهي: الحساب بالدفع و الحساب على الهامش .

أ- الحساب بالدفع:

كما يدل تسميته فإن الحساب بالدفع ، لا يسمح بإجراء إلا العمليات التي تتم وفق تسليم وتسوية مباشران بمجرد تنفيذ العملية(٢) .

ومن بين المزايا المترتبة على فتح هذا النوع من الحساب بالنسبة للمؤسسة:

---

(1) Manuel sur les normes de conduite ICVM p- 42 -
(2) Que sais je<<La bourse des valeurs>> Gaston Defossé et Pierre Ballgy p- 26 - 1990

- منع ممارسة الطرق السيئة لمنح القروض ،
- منع قبول عروض الشراء أو البيع المقدمة من طرف الزبائن سيئي النية (الذين لا ينوون تسوية العملية ، أو تسليم القيم) ،
- تفادي الوقوع في فخ قبول أوامر البيع على المكشوف(a découvert) .

ب- الحساب على الهامش:

ينتمي هذا النوع من الحسابات إلى فئة خاصة من العملاء ، بما أنه يسمح لهؤلاء بشراء الأوراق المالية على الحساب ، عن طريق الإقتراض من الوسيط لنسبة معينة من سعر الشراء أو بيع القيم المنقولة على المكشوف(١) .

تغطي بالتالي قيمة الشراء الكلية(٢) بجزئين من رؤوس الأموال: جزء يقدمه العميل وهو ما يسمى <<بالتغطية>> ، والجزء الآخر يقدمه الوسيط كقرض للعميل ، حيث تحدد قوانين البورصات النسب الدنيا للتغطية .

يستدعي فتح الحساب على الهامش إبرام إتفاقية حساب تمضى من طرف الوسيط والعميل ، تحدد واجبات وحقوق كل من الطرفين .

ب-١- المعلومات الخاصة بمصداقية الزبون: وهي تقدم ضمان أكثر للمؤسسة حيث تتضمن إسم وعنوان البنك أو أي مؤسسة مالية يتعامل معها الزبون ، رقم الحساب البنكي وإسم الشخص الذي يقدم هذه المعلومات . كما أن هناك عوامل أخرى من شأنها أن تبين مدى مصداقية الزبون كوضعيته الخاصة والمالية ، نوع الحساب ، المبلغ المذاع لتنفيذ أول عملية ...إلخ .

ب-٢- الوثائق اللازمة لفتح الحساب:

- إتفاقية فتح الحساب ،
- نظام الشركة بالنسبة للأشخاص المعنويين ،
- صورة للسجّل التجاري للشركة ،
- الوثائق الخاصة بتعيين المدير العام بصفته الممضي والمسيّر الرئيسي لأموال وحسابات الشركة أو تفويض لشخص آخر عادة ما يكون مدير المالية ،
- صورة للبطاقة الشخصية بالنسبة للأشخاص الماديين .

تملأ وثيقة فتح الحساب عادة من طرف الوسيط بعد التأكد من كل المعلومات المقدمة ثم إمضاءها من الطرفين مع تقديم نسخة إلى العميل ، أما النسخة الثانية فيحتفظ بها لدى الوسيط

---

(١) يقصد بالبيع على المكشوف بيع القيم التي لا تكتسب فعليا .
(٢) بدون مصاريف الوساطة .

المطلب الثاني: تلقي وتنفيذ الأوامر

يتلقى الوسيط أوامر الشراء أو البيع من عملائه الذين بادروا بفتح حساب لديه إما كتابيا أو هاتفيا ، وفي كلتا الحالتين لابد من تأكيد الأمر بوثيقة << أمر البيع أو الشراء >> التي تملأ لهذا الغرض من طرف الوسيط ، وتقدم للعميل من أجل الإمضاء عليها بهدف تفادي خطر الخطأ إلى أكبر حد ممكن .

يتضمن أمر الشراء أو البيع المعلومات التالية:

- إسم العميل ،
- رقم الحساب ،
- عدد الأصول المالية ،
- العنوان ،
- نوع الأصل المالي(١) ،
- السعر الوحدوي ،
- معدل الفائدة (بالنسبة للسندات) ،
- العمولات والمصاريف ،
- تاريخ إصدار الأمر ،
- تاريخ التسوية والتسليم ،
- القيمة الإجمالية للعملية ،
- القيمة الصافية ،
- نوع الأمر(٢) .

بمجرد تلقي الأوامر يقوم الوسيط بالسعي إلى تنفيذها في أحسن الشروط عن طريق المفاوضة التي تعتبر أحد أهم وظائفه وفي هذا الإطار نفرق بين ثلاثة طرق للمفاوضة التي يمكن للوسيط أن يختار أيا منها:

أ- **المفاوضة بالهاتف:**

في هذه الحالة يتصل الوسيط المكلف بالعملية هاتفيا بوسيط أو وسطاء آخرين للحصول على الكمية المراد شراءها ، أو لإقتراح الكمية المراد بيعها حيث تتم مفاوضة الأسعار بين الطرفين إلى غاية الوصول إلى سعر توازني بينهما . ومن بين إجراءات الحماية المتخذة في مثل هذا النوع من المفاوضة نجد: التسجيل الأتوماتيكي للمكالمة وتاريخ العملية(٣) .

---

(١) أسهم أو سندات شركة معينة ، أو السندات الحكومية .

(٢) أنظر ص-١٠٨ - من هذه الرسالة .

(٣) << Back office et marchés financiers >> Michel Karlin p- 21 - 1997

ب- **المفاوضة:** Par voie télématique

وهنا يتم استخدام الإعلام الآلي ، حيث يوضع تحت تصرف الوسيط حاسوب آلي ينشر على شاشته أسعار وكميات مختلف القيم المعروضة للبيع والشراء .

يقوم الوسيط فور تلقيه الأمر بإدخال الكمية والسعر للقيمة المعنية بالشراء أو البيع حيث يتم بعد ذلك تنفيذ الأمر أوتوماتيكيا إذ ما وجدت هذه العملية طرفا مقابلا لها

(من حيث السعر والكمية(١)) على الشاشة .

ج- **المفاوضة في مقصورة البورصة:**

في هذه المرة تتم عملية المفاوضة على مستوى مقصورة البورصة ذاتها باستخدام طريقة المناداة ، حيث تقوم الأطراف المختصة في المؤسسة بإرسال الأوامر المتلقاة من العملاء إلى المفاوض المتواجد في مقصورة البورصة للمفاوضة مع الوسطاء الآخرين مستخدمين في ذلك الإشارات فقط .

تدل كل إشارة مستخدمة في هذا المجال على معنى خاص ووحيد ، وللتمكن من فض النزاعات القائمة بخصوص خطأ تفسير الإشارات ، وضمان السير الحسن لهذا النوع من المفاوضات ، إتخذت البورصات إجراءا خاصا يتمثل في استخدام نظام التصوير بالكاميرا لكل جلسات المفاوضة .

في حالة تنفيذ الأوامر المرسلة يقوم مساعد المفاوض بتبليغ تنفيذها إلى المؤسسة ، أين تعتني أطراف أخرى باتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام العملية .

المطلب الثالث: تأكيد تسوية ومتابعة العمليات .

أ- **تأكيد تنفيذ الأوامر:**

يلتزم الوسيط في العمليات البورصية بعد أي أمر شراء أو بيع ، بتأكيده إلى صاحبه ، بواسطة إرسال ما يسمى في هذا المجال ب« إشعار التنفيذ » ، إلى العنوان المسجل في وثيقة فتح الحساب ، في اليوم ذاته من تنفيذ العملية أو اليوم المفتوح الموالي .

يحتوي إشعار التنفيذ بصفة عامة على المعلومات التالية:

- تعيين القيمة المالية أو الأصل المالي .
- نوع العملية(شراء أو بيع) ،
- عدد القيم ،
- السعر الوحدوي ،
- السعر الإجمالي ،

---

(١) في حالة إصدار أمر شراء : إذ ما تساوى سعري الشراء والبيع المعروضين للقيمة المعنية ، وكانت كمية البيع المعروضة أكبر من كمية الشراء ، ينفذ الأمر في هذه الحالة بكمية الشراء . وهذا إذا لم يحمل الأمر أي إشارة خاصة .

- العمولات والمصاريف ،
- صافي الدفع ،
- تاريخ تنفيذ العملية ،
- تاريخ التسديد أو التسليم .

ب- التسوية والتسليم:

تعتبر هذه العملية آخر مرحلة للإتمام الكلي لتنفيذ الأمر ، حيث يتولى الوسيط في هذه المرحلة مهمة تتبع تسديد المبالغ مقابل الحصول على القيم وتحويلها باسم العميل ، أو العكس أي تسليم وتحويل القيم بإسم حاملها الجديد مقابل الحصول على رؤوس الأموال اللازمة[١] .

فلابد من تتبع هذا الإجراء والتأكد من أن عمليتي التسليم والتسديد تمتا في الآجال المقررة .

ج- كشوفات الحساب:

تقتضي القوانين العامة للبورصات ، بضرورة إلتزام الوسيط بإرسال كشوفات الحساب إلى العميل على الأقل مرة واحدة في كل ثلاثي ، وإذا استلزم الأمر إرسالها شهريا[٢] .

تبين كشوفات الحساب كل العمليات التي تم إنجازها لحساب العميل خلال الفترة[٣] ، والأرصدة النقدية والقيمية إضافة إلى :

- الأرصدة الدائنة أو المدنية ،
- كل القيم التي يمتلكها العميل أو المسجلة بإسمه ،
- تحديد القيم المحتفظ بها من طرف الوسيط لحساب العميل ،

تسمح كشوفات الحساب للعميل بمراقبة وتتبع حركات حسابه ، وتقديم الشكاوي في حالة عدم الموافقة على أي معلومة .

يمسك الوسيط في العمليات البورصية لهذا الغرض سجل الشكاوي الذي يبرز المعلومات الخاصة بموضوع ، تاريخ ونتائج الشكوى .

يشكل كشف الحساب أيضا مصدرا هاما للمعلومات بالنسبة للوسيط ، إذ يسمح له بمعرفة ما للعميل وما عليه بصفة جد سهلة ، في حالة طلب تنفيذ أوامر لاحقة . كما يسمح أيضا لمساعدي الوسيط بمعرفة وضعية العميل وبالتالي التمكن من الإستجابة لمتطلباته أثناء غياب الوسيط المكلف بالعملية .

(1) Back office et marchés financiers — Michel Karlin — p- 30 – 1997
(2) Manuel sur les normes de conduite — ICVM — p- 1-31 – 1997
(٣) الثلاثي أو الشهر حسب الحالة .

د- **تنظيم وضبط الملفات:**

يتقيد الوسيط من خلال عمله بتحقيق عدة واجبات ، من بينها الحرص على تشكيل ملفات خاصة بكل عميل من عملائه ، ثم السهر على تنظيم وضبط هذه الملفات عن طريق تعديل المعلومات المحتواة فيها وفقا لتغيراتها إضافة إلى كل المعلومات الجديدة .

ومن بين الوثائق التي يجب أن يتضمنها الملف:

- وثيقة فتح الحساب ،
- الوثائق المالية والمحاسبية المجددة والمرفقة لوثيقة فتح الحساب ،
- أوامر الشراء والبيع ،
- نسخ إشعارات التنفيذ المرسلة إلى العميل ،
- كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية ،
- الوثائق الخاصة بالتسوية والتسليم(١) ،

وبهذا يضمن الوسيط تسيير منظم ومحكم لمختلف العمليات اليومية التي ينجزها سواء لحسابه ، أو لحساب زبائنه .

المبحث الثالث: مشاكل التسيير الخاصة بمؤسسة الوساطة

يعد نشاط مؤسسات الوساطة نشاطا مستمرا يتطلب كثيرا من الجهد واليقظة وذلك للتمكن من متابعة تطورات وتغيرات السوق المالي عامة ، وتتبع إتجاهات كل قيمة من القيم المسعرة بالبورصة وماهية ومصداقية المؤسسات المصدرة لها .

يقوم الوسيط في العمليات البورصية بكل هذه العمليات بهدف ضمان التوجيه الكامل والفعال للعملاء رغم تعددهم وتعدد أنواع أوامرهم ، إذ يجب على الوسيط أن يضع استراتيجية تسيير محكمة تمكنه من مواجهة مختلف الصعوبات المتعلقة بتعددية وضخامة حجم العمليات ، هذا من جهة ومن جهة أخرى على الوسيط أن يعمل على تنفيذ الأوامر بأكبر سرعة ودقة ممكنة .

في هذا الإطار يجد الوسيط نفسه أمام مشاكل عديدة خاصة بتسيير ملفات وأوامر العملاء من جهة والحرص على الحصول على المعلومات الدقيقة في الوقت المناسب لإستخدامها في مجال التحليل والإرشاد ، من جهة أخرى .

---

(١) الشيكات ، وصلات الإيداع ووصلات الإستلام .

لحل هذه المشاكل يستخدم الوسيط عادة مجموعة من الوسائل والتقنيات التي من شأنها أن تسهل وتنظم عمل هذا الأخير سواء على المستوى الداخلي أو على مستوى علاقاته القائمة مع العملاء أو الشركات المصدرة للأوراق المالية .

المطلب الأول: المشاكل

يواجه الوسيط في العمليات البورصية أثناء قيامه بمختلف وظائفه اليومية ، مشاكل عدة تنبثق من طبيعة الأنشطة التي يمارسها هذا الأخير وتعددية وتعقيد العمليات التي يقوم بها .

ويمكن حصر أهم هذه المشاكل في النقاط التالية :

١- **العملاء:**

تستقبل مؤسسات الوساطة عددا هاما ومتنوعا من العملاء الذين يشكلون لها حجم معاملات جد ضخم عن طريق العدد الهائل لأوامر الشراء والبيع التي يقدمونها والتي تتناول كميات وأسعار مختلفة .

تختلف نوعية المعاملات مع الزبائن أيضا من حيث شخصية هؤلاء ، مادية كانت أو معنوية ، حيث يقدم الأشخاص الماديين عادة أوامر تعمل على كميات ضئيلة ، وقيم معينة ، بعكس الأشخاص المعنويين الذين يهدفون عددا من القيم وبكميات كبيرة .

يعمل الوسيط على تنظيم وترتيب كل هذه الأوامر ، ثم حملها إلى مقصورة البورصة أين تتم المفاوضة والتنفيذ إذا ما وجدت الأوامر المعروضة طرفا مقابلا لها .

٢- **تعددية الأوامر:**

يمكن أن تتخذ الأوامر المعطاة على قيمة ما أشكال عديدة تبعا لمدة صلاحيتها ، للسعر ، لنوعية السوق أين يمكن أن تتم مفاوضتها[1] ...إلخ.

وعلى الوسيط أن يتأكد من تحكم العميل لمفاهيم مختلف الأوامر التي يصدرها.

وفيما يلي سوف نتطرق إلى مختلف أنواع الأوامر التي يمكن أن يلقيها العميل والتي تتلخص في:

- **الأمر بسعر السوق أو بأحسن سعر:** يتناول هذا الأمر عددا أو مبلغا معينا من الأسهم أو السندات وفق أحسن سعر ممكن تحقيقه على مستوى السوق .

تعتبر كل الأوامر التي لا تحمل أي إشارة أو تدقيق أوامر سعر السوق ، مما يعني أنها سوف تنفذ ب<< سعر الشراء الجاري >> إذا ما تعلق الأمر بالشراء ،

و ب<< سعر البيع الجاري >> إذا ما تعلق الأمر بالبيع .

وبالطبع على المفاوض هنا أن يعمل للحصول على أحسن سعر ممكن ، أي على أقل سعر ممكن بالنسبة لأوامر الشراء وأعلى سعر ممكن بالنسبة لأوامر البيع .

(1) << Les intermédiaires financiers >> Alain Ferri p-45- 1971

- **الأمر بسعر محدد:** وهو الأمر بالشراء أو البيع الذي يحدد فيه العميل السعر الذي يمكن أن ينفذ به الأمر ، أو بأحسن من ذلك .
- **الأمر الصالح لليوم:** وهو الأمر الذي لا يصلح تنفيذه إلا في اليوم الذي أصدر فيه ، وإلا اعتبر ملغيا .
- **الأمر المفتوح:** عادة ما يكون هذا الأمر أمرا بسعر محدد(1) ، حيث يبقى مسجلا على دفتر الأوامر الوسيط إلى غاية تنفيذه أو إلغاءه من طرف العميل .

ولتفادي تراكم هذا النوع من الأوامر لدى الوسيط ، عادة ما يلجأ هذا الأخير إلى تحديد مدة صلاحيتها التي يمكن أن تصل إلى ٣٠ ، ٦٠ ، ٩٠ يوم أو أكثر ، حيث يسأل العميل عند إنقضاء المدة المحددة عن رغبته في تجديد الأمر في حالة ما إذا طالت مدة تنفيذه . وللحرص على تذكير الزبائن ، يقوم الوسيط دوريا بإرسال إشعارات تذكير إلى هؤلاء .

- **الأمر الملغي أو المعدل لأمر موجود:** يأتي هذا الأمر طبقا لأمر موجود مسبقا ، حيث يلغي الأمر الجديد الأمر السابق أو يعدله من حيث الكمية أو السعر أو الإثنين معا .
- **أمر الكل أو اللاشيء:** وهو الأمر الذي لا يقبل العميل تنفيذه إلا بشكل كلي ، أي يجب شراء أو بيع (حسب الحالة) العدد الكلي للقيم المطلوبة .
- **أمر الكل أو الجزء:** وهو الأمر المعاكس للأمر السابق: << الكل أو الجزء >> حيث يقبل العميل هنا تنفيذ جزء فقط من الأمر إذا ما لم تسمح ظروف السوق بالتنفيذ الكلي

وعلى العموم تأخذ كل الأوامر شكل أمر << الكل أو الجزء >> ، إلا إذا ما تمت الإشارة إلى غير ذلك(٢) .

- **أمر << التنفيذ أو الإلغاء >>:** ويقصد به إلغاء الباقي من الأمر بمجرد تنفيذ الجزء ، في حالة عدم التمكن من تنفيذه كليا مرة واحدة . وعادة ما لا يأخذ هذا النوع من الأوامر وقتا طويلا لتنفيذها
- **أمر << إما الواحد أو الآخر>>:** يصدر هذا الأمر في حالة وجود أمر أو أوامر أخرى تحمل على قيم مختلفة ولم تنفذ بعد . يقضي هذا الأمر إذا بإلغاء كل الأوامر الأخرى عند تحقق أو تنفيذ أمر واحد منها .
- **أمر أولا ثم ما بعد:** ويتعلق هذا الأمر ببيع عدد معين من الأسهم أو السندات ، مصحوبا بأمر شراء ، حيث يتم إستعمال ناتج (حاصل) عملية البيع ، لشراء قيمة أو قيم أخرى .
- **الأمر الشرطي:** وهو الأمر الذي يشترط شراء وبيع قيمتين مختلفتين في آن واحد حيث يمكن أن يسجل الأمرين بطرق مختلفة : بسعر السوق ، بنفس السعر ، بفارق محدد .

---

(1) Manuel sur les normes de conduite ICVM 1997 p-202- 1997

(٢) أي يحمل الأمر الإشارة المعاكسة: << الكل أو اللاشيء >> .

- **الأمر الحامل لإشارة <<قف>>**: إن الهدف من إصدار هذا النوع من الأمر يتمثل في تحديد أو تقليل الخسارة التي يمكن تحملها من جراء تقلبات الأسعار.

أ)- أمر البيع بإشارة <<قف>>: يعتبر هذا الأمر في أصله أمرا بسعر محدد يتحول إلى أمر بسعر السوق ، بمجرد إنخفاض السعر الجاري للقيمة المعنية إلى الحد المعين أو إلى أسفل من ذلك .

ب)- أمر الشراء بإشارة <<قف>>: وهو الأمر المعاكس تماما لأمر البيع بإشارة قف حيث يصبح الأمر أمرا بسعر السوق إذا ما لوحظ إرتفاعا كبيرا للسعر الجاري بعيدا عن السعر المحدد .

- **أوامر المحترفين**: تعتبر أوامر مديري ، مسيري ، ممثلي ، موظفي ومساهمي مؤسسات الوساطة كأوامر محترفين[1] ، حيث تشترط قوانين البورصات تسبيق أوامر العملاء عن أوامر هؤلاء حتى ولو تعلق الأمر بنفس القيمة ، نفس الكمية ونفس السعر . لهذا فعلى الوسيط في العمليات البورصية ، حتى لا يتم اختلاط الأوامر وضع إشارة << محترف >> على أوامر هؤلاء .

٣ - حجم الأوامر:

تتلقى مؤسسات الوساطة حجما كبيرا من الأوامر التي يجب تنفيذها(بأقصى سرعة ممكنة) مباشرة إذا ما توافقت الأسعار المطلوبة مع السعر الجاري للسوق.

يشكل حجم الأوامر إذا أحد أهم المشاكل التي يواجهها الوسيط فيما يتعلق بترتيب ، مفاوضة ، تنفيذ وتسوية هذه الأخيرة . إذ يتطلب تحقيق مجمل هذه العمليات تنظيما محكما ومتابعة فعالة ومتمكنة من طرف الوسيط في العمليات البورصية .

يتمكن الوسيط من جراء تنفيذ العدد الهائل من الأوامر التي تصله يوميا من تحقيق رقم أعمال جد معقول ، لهذا فعليه أن يضع الترتيبات والتنظيمات اللازمة التي تسمح له باستقبال الأوامر ، تنفيذها وتحقيق عمليات التسوية والتسديد .

٤- الإحتفاظ بالقيم:

يفضل بعض العملاء أو العديد منهم ، عدم تسلم القيم عند شرائها ، بل تركها لدى مؤسسة الوساطة للإحتفاظ بها لصالحهم مما يزيد من مسؤولية الوسيط ، حيث يجد هذا الأخير نفسه مواجها لمشاكل عديدة في هذا المجال كالإحتفاظ المادي بالقيم ، متابعة تاريخ استحقاق السندات لتسديدها ، نزع قسائم الفوائد والأرباح وتقديمها للتسديد[1] ...إلخ .

تشكل كل هذه العمليات عبئا على الوسيط ، يجبره على التحلي بتنظيم على درجة عالية من الكفاءة وتسيير محكم يمكناه من القيام بدوره على أكمل وجه ، وتفادي أي نوع من الخطأ أو الخلط .

---

(١) لا يتعلق الأمر بالفئة المذكورة فقط بل بكل أفراد عائلتها أو أقاربها المقربين .

٥- الحاجة إلى المعلومات وتفسيرها :

يعد عمل الوسيط في العمليات البورصية عملا ذات إرتباط وثيق بكل ما يتعلق بأحداث الأسواق المالية إتجاهاتها ، تغيرات أسعار الفائدة السائدة في السوق ، أهم المعطيات الإقتصادية ، إتجاهات مختلف الأوراق المالية المسعرة بالبورصة وكل المستجدات الطارئة على وضعية الشركات المصدرة لهذه الأوراق .

لهذا فعلى الوسيط في العمليات البورصية أن يجمع كل المعلومات الخاصة بالعناصر السالفة الذكر ، والتي تمثل أساسا صلبا يمكن الإعتماد عليه لإتخاذ القرارات الرشيدة ووضع التنبؤات السليمة .

إن توفير مثل هذه المعلومات ليس بالأمر السهل ، إنما يتطلب بذل مجهودات عويصة وإستخدام وسائل[١] فعالة لتحليل هذه المعلومات وإستغلالها أحسن إستغلال .

المطلب الثاني: الحلول

نظرا لمختلف المشاكل التي يواجهها الوسطاء في العمليات البورصية أثناء ممارسة أعمالهم والتي تم الإشارة إليها سالفا ، ولضمان تسيير فعال لمختلف العمليات المتداولة داخل مؤسسة الوساطة والمتمثلة في تلقي وتنفيذ الأوامر بأكبر سرعة ودقة ممكنة ، الإحتفاظ بالقيم المنقولة ومتابعة كل العمليات المتوخاة عنها ، إجراء الدراسات والتحليلات المالية ...إلخ ، فإن مؤسسات الوساطة عادة ما تتمتع بهياكل تنظيمية فعالة مستخدمة في ذلك موارد بشرية ذات درجة عالية من الكفاءة والتسيير ، إضافة إلى توفير أحدث وأنجع التقنيات .

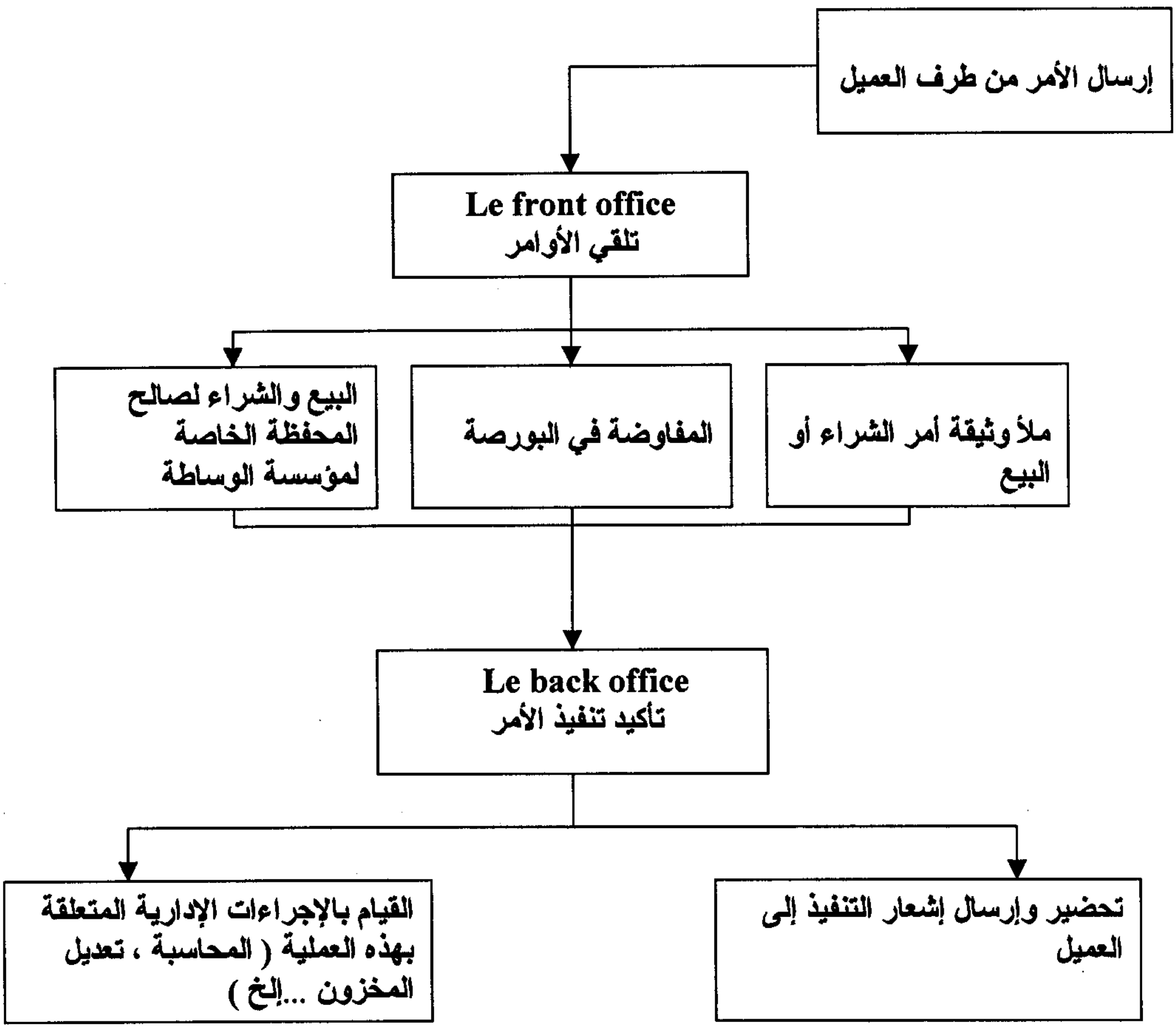
١- التنظيم البشري:

إن تعقيد وحساسية العمليات التي تدخل في إطار نشاط مؤسسات الوساطة يستدعي تنظيما بشريا محكما يأمن تفادي مختلف الأخطاء ، التدليسات والمخاطر التي يمكن أن يتم التعرض إليها خلال دورات العمل اليومية ، وتنطلق الفكرة هنا من المقولة الشهيرة: << الرجل المناسب في المكان المناسب >> إذ تتطلب كل وظيفة من وظائف مؤسسة الوساطة توفر بعض الشروط والميزات في الشخص القائم بها ، فلنأخذ على سبيل المثال وظيفة المفاوضة التي تعتبر عمودا أساسيا بالنسبة للمؤسسة والتي لا يمكن ممارستها إلا من طرف شخص يتمتع بمستوى عال من الذكاء ، الكفاءة والديناميكية ، إضافة إلى ضرورة حيازته على شهادة تعليم عال وكسبه لمعرفة كبيرة في مجال الإقتصاد بصفة عامة وأسواق رؤوس الأموال بصفة خاصة .

---

(١) وسائل مادية وبشرية

هكذا تتطلب كل وظيفة شروطا خاصة بـها ، إلا أنـه لا يسمح للعمل بمؤسسـات الوسـاطة إلا للأشـخاص الحائزين على الأقل على مستوى بكالوريا +٢ (١) ، الذين يصنفون عادة في طبقة الإطارات الوسطى .
إن درجة التخصص التي تتطلبها كل وظيفة لا تعني إنعزال الوظائف عن بعضها البعض ، إنما يتطلب التنظيم المحكم أولا وطبيعة عمل مؤسسات الوساطة ثانيا ، إنسجاما كبيرا بين مختلف الوظـائف ، ولا سيما بين Le back et le front office ، حيث يعمل Le front office على تلقي الأوامر ثم إرسـالها إلى Le back office الـذي يتكفل بإتمـام بـاقي العمليـة (إرسـال إشـعار التنفيذ إلـى العميـل ، التسـجيل المحاسبي...إلخ) ويمكن تلخيص أهم المراحل التي يمر بها تنفيذ الأوامر في المخطط التالي(٢) :



(1) Les intermédiaires financiers — Alain Ferri — p-91- 1971
(2) <<Back office et marchés financiers>> — Michel Karlin — p-59- 1997

٢- التقنيات:

إضافة إلى التنظيم البشري الذي يعد العامل الأول الذي تستعمله مؤسسات الوساطة لتخطي مختلف الصعوبات التي قد تواجهها أثناء السير العادي للعمل ، فإنه يتم اللجوء أيضا إلى استعمال عدد من التقنيات الكلاسيكية المعاصرة في نفس الوقت[1] ، والتي تساعد على إقتصاد الوقت ، تنظيم العمليات ، وضمان أكبر قدر من الدقة في معاملة المعلومات وتنفيذ العمليات .

ومن بين التقنيات المستعملة نجد:

- استعمال الكمبيوتر: مثلها مثل كل المؤسسات المالية ، فإن مؤسسات الوساطة تلجأ بشكل واسع إلى إستعمال الكمبيوتر الذي يساهم في حل المشاكل الخاصة بحجم العمليات وسرعة تنفيذها .

يقوم الوسيط بعد كل جلسة من جلسات المفاوضة بإدخال المميزات المتعلقة بالعمليات التي تم تنفيذها (العميل ، نوع القيمة المالية ، السعر ، الكمية) حيث يتم في نهاية اليوم تمركز كل المعلومات على مستوى كمبيوتر واحد يوزع جل المعلومات على مختلف الأقسام . يطلع قسم المحاسبة مثلا على كل العمليات والأرصدة النقدية الدائنة والمدنية بالنسبة لكل عميل ، كما يطلع قسم العمليات على القيم على المعلومات الخاصة وكذا العمولات والمصاريف الضريبية بمدخلات ومخرجات القيم (السندات أو الأسهم) على مستوى كل حساب من حسابات العملاء الذين بادروا بإصدار أوامر الشراء أو البيع وكذا العمولات والمصاريف الضريبية .

وبهذا يسهل الكمبيوتر العمل اليومي للوسيط إضافة إلى تسهيل عملية المراقبة التي تتم بين الوسطاء وكذا عملية المراقبة التي يجب القيام بها قبل كل جلسة من جلسات المفاوضة .

يستعمل الكمبيوتر إذا يوميا في عمليات الجرد ، المحاسبة وتسيير الحوافظ ...إلخ .

- تسهيل تسليم القيم: تتم على مستوى أي بورصة من بورصات العالم مفاوضة أو مبادلة مئات القيم بين الوسطاء في العمليات البورصية . فإذا ما تم تبادل هذا العدد من القيم المادية بين الوسطاء ، فإن هذه العملية سوف تشكل عبئا كبيرا على هؤلاء إذ يلتزم الوسيط عند استلامه لأي كمية من الأسهم أو السندات من خلال المقاصة بتسجيل العملية على سجل خاص ، التحقق من الحالة المادية للأصل ، مراجعة عدد وأرقام كل القيم المشتراة بما فيها القسائم ...إلخ . إضافة إلى العبء الكبير الذي ينجم عن التعامل بالقيم الإسمية التي تستدعي القيام بإجراءات معقدة ومطولة . فقد كانت البورصات الأمريكية التي كانت تتعامل كثيرا بالقيم الإسمية ، تغلق أبوابها كل يوم أربعاء لمدة أكثر من سنة (خاصة سنة ١٩٦٨) لمحاولة استرجاع التأخرات الكبيرة في تسليم الأوراق المالية[1] (الأسهم والسندات) .

---

(1) <<Les agents de change>> Alain Ferri p-56- 1971
(2) <<Les agents de change>> Alain Ferri p-59- 1971

نظرا لتعقيد نظام التسليم هذا ، والمشاكل المنصبة من جراء التعامل به ، فقد لجأت معظم البورصات إلى تبني أسلوب جديد في التسليم أو المقاصة ، وهو الأسلوب المتمثل في إجراء عمليات التسليم والتسوية في نهاية كل شهر ، بدلا من إجرائها يوميا حيث يتحصل كل عميل في نهاية الشهر على الرصيد النهائي للقيم والمبالغ المالية الموافقة لإجمالي العمليات التي قام بها خلال الشهر .

ولتسهيل أكبر لهذا النوع من العمليات فقد تم إنشاء وفقا لمختلف البورصات غرف خاصة للمقاصة . تسمى بفرنسا ب La Sicovam[1].

حيث يفتح كل وسيط حسابا نقديا وحسابا قيميا بإسم مؤسسة الوساطة لدى هذه الغرفة ، يضع في الحساب القيمي كل القيم التي بحوزته ويقسم الحساب الرئيسي إلى حسابات فرعية يضم كل فرع قيمة معينة . فعند إجراء أي عملية بين وسيطين لا يتم التسليم المادي للأسهم أو السندات ، بل يكفي فقط إعطاء أمر لغرفة المقاصة بتحويل كمية معينة لقيمة ما من حساب لآخر .

ففي نهاية كل يوم تفاوضي تجمع الغرفة كل العمليات التي تمت بين الوسطاء بالنسبة لكل ورقة مالية ، ثم يتم إرسال كشف الحساب لكل وسيط مع المبلغ الكامل الواجب دفعه في حالة الشراء .

وللتسديد يرسل الوسيط صكا لغرفة المقاصة يودع في حساب الوسيط أو الوسطاء الذين أجروا معه العملية ، وبالمقابل يحول الأوراق المالية بالتسجيل في الحساب .

وبهذا يتفادى الوسيط أعباء عديدة خاصة بالإحتفاظ بالقيم وما ينجر عن هذه العملية ، وذلك بحصر هذه العمليات في الحسابات الجارية لمجمل العملاء[٢] .

تلعب غرفة المقاصة إذا دورا هاما في ضمان التسديد السريع للأوراق المالية وتعجيل نقلها بين البائعين والمشترين كما تسهر على تلازم التسديد والتسليم ، سلامة العمليات ومراقبة التسجيل في الحسابات .

(1) Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières
(2) <<Les agents de change>> Alain Ferri p-61- 1971

الفصل الثالث: تسيير حافظات الأوراق المالية

عرض الفصل الثاني من هذا الباب الوظائف الرئيسية للوسطاء في العمليات البورصية ، فقد ألقي الضوء على طبيعة كل منها وأهميتها . وفي هذا الإطار تناولنا بشكل طفيف مهمة تسيير حافظات الأوراق المالية ، وقد خلصنا إلى أن هذه الوظيفة تكتسب أهمية خاصة بالنسبة لمؤسسات الوساطة وللمستثمرين القليلي الخبرة والدراية في شؤون الإستثمار (١) .

إذ يسمح التسيير الحسن بتكييف مكونات الحافظة مع تغيرات السوق أو أهداف المستثمر ، كما يسمح التنويع بتخفيض المخاطر وضمان نسبة معينة من العائد .

يدخل نظام تسيير حافظات الأوراق المالية إذا في إطار استراتيجيات التوظيف التي يتبناها المستثمرين بالأوراق المالية ، وهو يعبر عن تسيير مجموعة من القيم المالية التي تشكل كلا متكاملا، وليس مجموعة منفصلة ، لا علاقة بين مكوناتها(٢) .

وبعبارة أخرى يمكن تعريف حافظات الأوراق المالية << بأنها جملة من القيم المنقولة الممتلكة من طرف شخص مادي أو معنوي >> (٤) .

ومع أن اختيار القيم المشكلة للحافظة يرتكز في بعض الأحيان على أساس قيمة جدارة الأوراق ذاتها ، إلا أن عملية تسيير الحافظة تقتضي اختيار القيم على أساس مساهمتها في الحافظة الكلية ، مما تفرض تعاضد وانسجام بين مختلف الأوراق داخل التشكيلة الواحدة ، الشيء الذي يسمح بتقليل الخطر ، بما أن أسعار القيم عادة ما تكون متعاكسة ، أي أن الخسارة المحتمل تسجيلها بالنسبة لقيمة معينة ، يمكن أن تعوض بشكل جزئي أو كلي بالأرباح المحققة لقيمة أخرى من نفس التشكيلة .

نظرا لأهمية وظيفة تسيير حافظات الأوراق المالية ، فإن مؤسسات الوساطة عادة ما تضع شخصا خاصا تتوفر فيه كل شروط الكفاءة والخبرة اللازمة للقيام بهذا العمل ، وفي هذا الصدد فهو ملتزم ب:

- التنبؤ بتغيرات محيط الأسواق المالية .
- إحداث التوازن بين العوائد والأخطار المهددة للحافظة .
- تشكيل حافظة فعالة تسمح ب :

أ - الحصول على معدل مردودية أكبر ، من أجل نفس معدل الخطر .

ب - أو المحافظة على نفس معدل المردودية ، وتدنية الخطر إلى أقصى حد ممكن .

---

(١) << صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين >> منير إبراهيم هندي ص- ٤٧ – ١٩٩٤

(2) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p12-1- 1997

(3) <<La bourse>> Michel Durant p- 204 – 1989

- التنويع في مكونات الحافظة دون تجاوز حد معين (حوالي ١٠ إلى ١٥ قيمة) بشكل يضمن التنويع والتسيير أو المتابعة الكفئة في نفس الوقت .

سنتطرق في هذا الفصل إذا إلى مختلف جوانب تسيير حافظات الأوراق المالية ، بما فيها أنواع الحوافظ التي يمكن تشكيلها وتقييم المردودية .

المبحث الأول: الحاجة إلى المعلومات وتفسيرها

تتشكل الحوافظ المالية عادة من عدد من الأسهم ، السندات أو الإثنين معا ، وقد تتغير أسعار الأوراق المكونة للحافظة بصفة مستمرة مما يؤثر على مردودية هذه الأخيرة بشكل عام .

يتطلب التسيير الحسن للحافظة إذا التنبؤ الجيد بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية ، ولن يتأتى ذلك إلا عن طريق توفير المعلومات الصحيحة والكاملة في الوقت المناسب .

تمثل المعلومات التي يتم توفيرها والتي تخدم طوائف مختلفة ، قاعدة أساسية يمكن الإعتماد عليها في إتخاذ القرارات الرشيدة فيما يخص شراء وبيع القيم المنقولة أو توجيه المستثمرين بهذا المجال .

ولا تتوقف الحاجة إلى المعلومات إلى حد توفيرها وتجميعها فقط ، إنما تتمثل المرحلة الموالية لهذه المرحلة والتي تعتبر في غاية الأهمية في تفسير وتحليل هذه المعلومات تحليلا دقيقا ثم إستخدامها في المجالات المناسبة .

سنتناول هذه المبحث من خلال مطلبين رئيسيين :

- المطلب الأول : الحاجة إلى المعلومات .
- المطلب الثاني : تحليل وتفسير المعلومات .

المطلب الأول: الحاجة إلى المعلومات

يعتبر الوسيط في العمليات البورصية أكثر الأطراف إرتباطا بالسوق المالية وتغيراتها ، إذ يشكل هذا الأخير حلقة الوصل بين بائعي ومشتري الأوراق المالية ، إضافة إلى صفته كمرشد أساسي لكافة المستثمرين بالمنتجات المتداولة بالبورصة ن ودوره الفعال فيما يخص تسيير حوافظ الأوراق المالية لصالح عملائه .

تتوقف ربحية أو خسارة المستثمرين بالقيم المنقولة إذا على نجاعة ، كفاءة وحسن تقدير الوسيط في

العمليات البورصية الذي يتكفل بتمثيل عملائه على مستوى السوق المالية وتحقيق رغباتهم الخاصة بالتوظيف .

للقيام بمهامه ، يحتاج الوسيط في العمليات البورصية إلى معلومات مختلفة بصفة مستمرة لا مكان تقييم فرص الإستثمار المتاحة والمفاضلة بين البدائل الإستثمارية وإتخاذ القرارات المتعلقة بتوظيف الموارد بصورة ناجحة(1) ، كما يحتاج إلى المتابعة المستمرة لتقلبات الأسعار وإتجاهات السوق المالية وتقدير الإحتمالات المستقبلية لتقرير تسيير الأمور وتحديد ما إذا كان يجب الزيادة من الإستثمار في فئة معينة من الأوراق ، التخفيض منها أو التحول إلى أوراق أو تشكيلة أخرى .

١ـ ماهية المعلومات التي يسعى الوسيط إلى توفيرها

كما سبق وأن ذكرنا سالفا ، فإن الوسيط في العمليات البورصية يحتاج إلى معلومات مختلفة لإتخاذ القرارات الإستثمارية المناسبة ، توجيه عملائه والإجابة على كافة تساؤلاتهم .

تختلف المعلومات المراد الحصول عليها بإختلاف الأهداف التي نسعى إلى تحقيقها ونوعية التوظيف المختار ، وبصفة عامة يمكن حصرها فيما يلي :

- الإتجاهات العامة للأسواق المالية والتي يمكن أن يعبر عنها من خلال المؤشرات البورصية التي تعطى لمستعمليها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت معين . وعادة ما يكون الأساس الحسابي للمؤشر محدود على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على مستوى السوق .
- نوعية الأوراق المالية المسعرة بالبورصة .
- مردودية مختلف الأوراق المالية المسعرة بالبورصة خلال السنوات الأخيرة .
- أسعار الفائدة السائدة في السوق .
- معدلات التضخم .
- مستويات العرض والطلب بالنسبة لكل قيمة .
- معلومات خاصة عن الشركات المقيدة في البورصة والمتعلقة ب :
  - الأصول الثابتة ،
  - الإستثمارات في الأوراق المالية ، الدمج والإندماج ،
  - المخزون ،
  - الديون طويلة الأجل ،

---

(١) << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >> طارق عبد العال حماد ص-٥٣- ١٩٩٨

- رأس المال ،
- ربحية السهم الواحد ،
- المسيرين وسياسات التسيير المتبعة ،
- الخطط الإنتاجية والصناعية ،
- العملاء الرئيسيون للشركة ،
- الآفاق المستقبلية للشركة .

٢- مصادر المعلومات المالية :

يتمكن الوسيط في العمليات البورصية من الحصول على كافة المعلومات السابقة الذكر ، إستنادا إلى مصادر مختلفة يمكن تصنيفها إلى :

- مصادر داخلية ،
- مصادر خارجية .

٢ - أ - المصادر الداخلية :

تتمثل المصادر الداخلية في المعلومات المتواجدة لدى الوسيط والخاصة بالسنوات الماضية ، إذ يلتزم هذا الأخير بالمتابعة المستمرة للأسعار ، الكميات المتبادلة ، الرسملة البورصية ، تغيرات المؤشرات وجل المعطيات الخاصة بالسوق المالية .

٢ - ب - المصادر الخارجية:

إضافة إلى المصادر الداخلية يمكن للوسيط أن يستعين بمصادر خارجية نذكر من بينها :

- النشرات والتقارير الرسمية ،
- الصحف والمجلات المالية ،
- تصريحات الشركات المقيدة .

المطلب الثاني : تحليل وتفسير المعلومات

تعتبر مرحلة تجميع المعلومات مرحلة مهمة ، إلا أنها لا تفيد في شيء ما لم تستغل إستغلالا فعالا وتبدأ عملية الإستغلال هذه من التفسير والتحليل لجل المعلومات المتحصل عليها .

وفي هذا الإطار من الأنجع أن يبدأ التحليل بتقييم الظروف الإقتصادية الواسعة والإتجاهات العامة للأسواق المالية الدولية والمحلية إذا تطلب الأمر ذلك ، ثم الوصول إلى تحليل وتفسير المعلومات الخاصة بالشركات المسجلة بالبورصة وبتطورات أسعار أوراقها المالية .

ويمكن حصر أهم التحليلات التي يمكن القيام بها في هذا المجال في :

- التحليل الإقتصادي ،
- التحليل البورصي ،
- التحليل المالي ،
- التحليل الفني .

أ - **التحليل الإقتصادي:**

تعتبر البورصة مرآة للحالة الإقتصادية التي يعيشها البلد ، لذلك فإنه من الضروري تجميع وتحليل المعلومات الإقتصادية التي تقوم على أساس دراسة تطور النمو والتنمية الإقتصادية ، الظرف الإقتصادي وأهم القطاعات الإقتصادية .

ب - **التحليل البورصي :**

يهدف هذا النوع من التحليل إلى تقييم حاضر ومستقبل الأوراق المالية ويتم ذلك من خلال تحليل :

- تطور الأسعار ،
- المردود الصافي للأسهم ،
- قيمة السهم في حالة تصفية الشركة[1] .

ج - **التحليل المالي:**

وفق هذا المنظور فإن الخبراء والأخصائيين الماليين يستخدمون المحاسبة كإطار للتحليل الذي يهدف إلى تقييم الشركات المقيدة بالبورصة عن طريق تحليل القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج).

د - **التحليل الفني:**

وهو يقوم على أساس :

- أن كافة المعلومات المتاحة بالنسبة لورقة مالية تكون متضمنة في سعر الورقة ذاته ،
- أن تطور الأسعار يتبع عادة إتجاها معينا ، ومن ثم يمكن تحليل تطورها التاريخي والتنبؤ بالأسعار المستقبلية ،
- إمكانية تكرار الظواهر الماضية .

---

(١) قيمة السهم عند إنحلال الشركة $= \dfrac{\text{مجموع الأصول – مجموع الديون (الطويلة والقصيرة الأجل)}}{\text{عدد الأسهم}}$

المبحث الثاني: أنواع الحوافظ المالية

تختلف أنواع حوافظ الأوراق المالية بإختلاف طبيعة ونسبة كل ورقة من الأوراق المكونة للتشكيلة من جهة ، والأهداف التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها من خلال توظيف أمواله في شراء القيم المنقولة من جهة أخرى .

تبعا لهذه الأهداف ودرجة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها المستثمر يمكن تكوين أنواع عديدة من محافظ الأوراق المالية التي يديرها العميل أو الوسيط في العمليات البورصية لحساب عملائه .

المطلب الأول: أهداف الإستثمار بالأوراق المالية

أيا كانت صفة المقرض أو المستثمر ومهما إختلفت أداة الإستثمار التي يستخدمها هذا الأخير ، فإنه يسعى دائما من خلال توظيف أمواله إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن حصرها في أربعة نقاط رئيسية هي

- المحافظة على رأس المال : عامل الآمان — La sécurité
- الإيراد أو معدل العائد المتوقع — Le rendement
- السيولة — La liquidité

١ - المحافظة على رأس المال:

يبحث المستثمر بالدرجة الأولى على عامل الآمان عند توظيف أمواله ، لذلك فهو يتجه دائما إلى شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي تتمتع بصحة مالية معتبرة .

٢ - الإيراد:

يهدف المدخر من خلال توظيف أمواله إلى تحقيق أكبر عائد ممكن والمتمثل في الحصول على أكبر معدل فائدة بالنسبة للسندات أو الحصول على أكبر حصة ممكنة من الأرباح الموزعة بالنسبة للأسهم .

٣ - الزيادة في القيمة:

يتمكن المستثمر من تحقيق فائض قيمة في حالة ما إذا قام ببيع الأوراق المالية التي بحوزته بسعر أكبر من سعر الشراء .

٤ - السيولة:

تمثل السيولة عامل مهم يمكن المستثمر من تحويل الأوراق المالية التي بحوزته إلى نقد سائل عند الحاجة وذلك عن طريق بيعها في السوق المالي بسعر ملائم .

وما يجدر به الذكر هنا ، هو أنّه لا يوجد أي نوع من الأوراق المالية التي توّفر كل هذه الأهداف في آن واحد ، ولعّل أفضل طريقة للتوفيق بين معظم الأهداف السالفة الذكر إنّما تكمن في تنويع الحافظة الإستثمارية عن طريق :

- شراء أنواع مختلفة من الأوراق المالية ،
- شراء أوراق مالية لقطاعات مختلفة ،
- التنويع الجغرافي .

المطلب الثاني : الحوافظ المالية

يمكن حصر أهمّ أنواع الحوافظ المالية والتي تختلف في تشكيلاتها بإختلاف الأهداف السالفة الذكر ودرجة المخاطر التي يمكن تحمّلها ، فيما يلي :

١- **الحوافظ الساعية إلى تحقيق أكبر أمان:**

يسعى مكوّنوا هذا النوع من الحوافظ إلى المحافظة على رؤوس أموالهم مع ضمان حد معيّن من الدخل الذي يساعدهم ربما في تغطية بعض الأعباء ، ولتلبية هذه الأهداف ينبغي على المسيّر أن ينّوع مكوّنات الحافظة بين القيم ذات العائد الثابت والقيم ذات العائد المتغير مع المحافظة على توجيه أكبر قسم من التشكيلة إلى القيم ذات العوائد الثابتة أي السندات بمختلف أنواعها .

يتوافق هذا النوع من الحوافظ مثلا مع متطلبات شركات التأمين التي تبحث عن الحفاظ على رؤوس أموالها مع تحقيق نسبة معينة من الإيراد أو العائد .

٢- **حوافظ ذات أهداف الدخل:**

يتناسب هذا النوع من الحوافظ مع أهداف أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم ، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة في هذه الحالة على سندات ، خاصة السندات الحكومية وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة(١) .

٣- **الحوافظ الحذرة:** **Les portefeuilles prudents**

يعتبر هذا النوع من الحوافظ نوعا خاصا إذ يجب أن تضمن تشكيلته زيادة في قيمة رؤوس الأموال وتحقيق عائد مستقر في نفس الوقت(٢) . فيجب الإختيار بالتالي بين إنتظام العوائد ونمو الدخل ، كما يجب التحكيم بين الحصول على العوائد على المدى القصير أو على المدى الطويل .

---

(١) << صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين >> منير إبراهيم هندي ص- ٣٩ ١٩٩٤

(1) << La bourse >> Michel Durant p- 214 - 1989

٤- <u>الحوافظ ذات أهداف النمو:</u>

يهدف القائمون على تشكيل أو تسيير مثل هذه الحوافظ إلى تحقيق تحسّن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكوّن منها الحافظة . لذا عادة نجد في هذه الحوافظ أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو والتي تقدم الميزات التالية:

- حجم كبير لقسم الإستثمارات ،
- قدرة كبيرة للتمويل الذاتي ،
- معدل مرتفع للمبيعات ،
- بنية مالية متّزنة .

يتناسب هذا النوع من الحوافظ مع أهداف المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق عائد مرتفع . فبإعادة إستثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى ، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم .

٥- <u>حوافظ المهاجمة:</u> **Les portefeuilles offensifs**

يهدف تشكيل هذا النوع من الحوافظ إلى تحقيق فوائض قيمة مع قبول درجة أعلى من المخاطرة . لهذا فهي تتميز بحركة كبيرة بحثا عن الفرص المتاحة باستمرار .

٦- <u>حوافظ المضاربة:</u> **Les portefeuilles spéculatifs**

وهي الحوافظ التي يهدف أصحابها إلى تحقيق عوائد مرتفعة بأكبر سرعة ممكنة حيث يقبلون في المقابل درجة مرتفعة من الخطر ، إذ تتكون التشكيلة من الأسهم التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة .

فهي تقتضي إذا بتشكيل المحفظة من مجموعة أوراق مالية ذات مخاطر مرتفعة حيث يتم إجراء تغيّرات مستمرة في مكونات التشكيلة سعيا وراء إستغلال فرص وجود أوراق تباع بسعر أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية .

يقصد بالمضاربة التفكير والتدبير للتنبؤ بتقلبات الأسعار التي تمكن من تقدير فرص الكسب وإستغلالها وكذا إحتمالات الخسارة لإجتنابها ، وذلك إستنادا إلى معلومات دقيقة وتقديرات معقولة .

وعادة ما تستعمل المضاربة في العمليات الآجلة ، حيث تتم التسوية والتسليم في آخر الشهر بدفع أو قبض فرق السعر لمختلف عمليات البيع والشراء والتي تمّ إنجازها .

تتطلب المضاربة المعرفة الجيدة لأوضاع التجارة ، الإنتاج ، الإستهلاك ، والظروف السياسية والإقتصادية بصفة عامة .

عادة ما لا يستثمر في مثل هذه المشاريع أصحاب رأس المال الحذر حيث يفضلون توظيف أموالهم في سندات الحكومة أو الشركات .

المبحث الثالث: مراحل تسيير حافظات الأوراق المالية

لقد سبق وأن ذكرنا في مقدمة هذا الفصل أنّ قرار إختيار القيم المقتناة ضمن حافظة الأوراق المالية إنما يتوقّف على مدى تأثير هذه القيمة على مردودية أو فعالية المحفظة ككل ، لهذا السبب فإن اتباع إستراتيجية معيّنة لتكوين حافظة القيم المنقولة تعتبر عملية جد مرغوب فيها بدلا من اتخاذ مجموعة من القرارات الغير متناسقة وشراء بالتالي مجموعة من الأوراق المالية التي لا علاقة بينها .

من هنا تظهر أهمية تسيير حافظات الأوراق المالية ، التي تسمح برفع المردودية واختيار القيم المناسبة وذلك عن طريق اتباع سلسلة من الخطوات أو المراحل المشكلة لصيرورة عملية التسيير هذه والمتمثلة في:

- إعداد سياسة التوظيف المناسبة ،
- تحديد ووضع التشكيلة المناسبة لمكوّنات الحافظة ،
- مراقبة ومتابعة الإقتصاد ، الأسواق ، العملاء الحاليين والمحتملين ...إلخ ،
- تعديل الحافظة وتقييم النتائج .

وسنتطرق فيما يلي إلى مختلف المراحل السالفة الذكر ومدى تأثيرها على تسيير أو تكوين حافظات الأوراق المالية .

وما يجدر الإشارة إليه هنا هو أنّ عملية تسيير حافظات الأوراق المالية لصالح العملاء تتّم وفق عقد تسيير يبرم بين الطرفين ، يبيّن حقوق وواجبات كل طرف إضافة إلى طريقة التسيير والهدف المنشود إليه .

المطلب الأول: إعداد سياسة التوظيف المناسبة

تختلف سياسات التوظيف المطبقة باختلاف الأهداف المرجوة من خلال هذه العملية ، التوجيهات وقواعد الإستغلال المتفق عليها بين العميل والوسيط في العمليات البورصية . فقد يتّخذ هذا الإتفاق شكل وثيقة كتابية محررة وممضاة من الطرفين ، أو قد تمثّل على وثيقة فتح الحساب التي يجب أن تشمل كل المعلومات التي تسمح بإعداد سياسة التوظيف المناسبة والتي تنبثق من ثلاثة عناصر أساسية تتمثل في: الأهداف التي يسعى إليها العميل من خلال توظيف أمواله القيود وأسلوب المسيّر .

١- **أهداف التوظيف:**

يمكن أن تتلخص الأهداف التي يرمي العميل إلى الوصول إليها من خلال المحادثات المعمقة التي يجريها المسير مع هذا الأخير ، والتي يمكن أن تحدد معرفته ، إحتياجاته ، ميولاته وأصوله أو ممتلكاته وذلك عن طريق التركيز في الحديث على النقاط التالية:

- **المردودية:** تتعلق درجة المردودية بدرجة الخطر الذي يمكن تحمله فعلى العميل أن يطلع المسير بنوع الإستراتيجية التي يختارها فيما يخص رفع المردودية إلى أقصى درجة مع التكفل بتحمّل الخطر التابع لذلك أو الإكتفاء بتحقيق أدنى حد من المردودية مع تجنب أي نوع من الخطر .
- **الخطر:** وهو عنصر جد هام يساهم في تحديد نوعية القيم التي يمكن ضمّها إلى الحافظة ، إذ يجب دراسة درجة الخطر لكل قيمة من القيم المعروضة في السوق ثم اختيار ما هي مناسبة لأهداف العميل ودرجة تحمّله للخطر ، علما أن مدة الإستحقاق والمدة المتبقية يعتبران عاملان أساسيان لقياس الخطر الذي تمارسه سندات الدين . وفي هذا الصدد من المهم التعريف بالفرق الكامن بين الخطر الوارد من قيمة واحدة والخطر الوارد من حافظة الأوراق المالية بصفة كلية . ولما كان خطر الحافظة عامة أقل من متوسط الخطر لمجموعة الأوراق المشكلة لها ، فإن قياس درجة تحمل الخطر بالنسبة للعميل لابد وأن تتم على أساس كل قيمة على حدى .
- **التضخم:** مع أن معظم المستثمرين يبحثون على الحماية من آثار التضخم ، إلا أن ذلك يختلف باختلاف آفاق التوظيف حيث لا يمكن المقارنة بين أثر التضخم على التوظيف قصير المدى وأثره على المدى الطويل .
- **آفاق التوظيف:** وهو يعد أحد أهم العوامل المساهمة في الإعداد الجيد لتشكيلة الحافظة خاصة من ناحية إحترام الآجال المحددة لتحقيق الأهداف .

وتعرف آفاق التوظيف بأنها المدة الفاصلة ما بين الوقت الحالي أو وقت شراء القيم والوقت الذي يناسب التغير الموالي لمركز العميل(1) والذي يؤدي بالضرورة إلى التغيير في الأهداف ومن ثمّ التغيير في مكونات الحافظة .

- **السيولة:** يمكن لكلمة السيولة أن تشمل عدة مفاهيم ، من بينها القدرة على بيع القيم بأقصى سرعة ممكنة واسترداد قيمتها نقدا دون تحمل أي خسارة منجّرة عن انخفاض الأسعار .

السيولة تعني ذلك الجزء من الحافظة الذي يبقى على شكل نقدي والذي يتراوح عادة ما بين ٥% إلى ١٠% من مكونات الحافظة ، وذلك حسب درجة الخطر التي يتقبلها المستثمر .

(1) <<cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p12-3- 1997

- **الضرائب:** تختلف معدّلات الضرائب المطبقة حسب نوع القيم المقتناة ، فلا يطبق نفس المعدل الضريبي على الأسهم والسندات ، كما لا تخضع كل شرائح العوائد إلى نفس المعدل بالإضافة إلى بعض الإعفاءات الضريبية .

وبالتالي فإن المعدل الضريبي الأقصى الذي يمكن أن يتقبله المستثمر ، من شأنه أن يوجّه المسير في اختيار مجموعة القيم المناسبة .

- **نوعية الوضعية المتخذة في السوق:** يمكن أن يتخذ المستثمر وضعيتين رئيسيتين من خلال توظيف أمواله في القيم المنقولة وهما:
  - الشراء من أجل الإحتفاظ وتحقيق نمو متواصل وعائد مستقر على المدى الطويل.
  - اختيار الأوقات المناسبة لشراء وبيع القيم المنقولة بشكل يضمن تحقيق أكبر عائد ممكن في أقل فترة .

٢- القيود:

يسعى المستثمرين عادة إلى تحقيق عدّة أهداف في نفس الوقت إلا أن ذلك غير ممكن رغم القدرات والكفاءات التي يتميز بها المسيرين ، والسبب راجع إلى وجود بعض القيود التي تفرض نفسها وتضع نوعا من الصرامة والواقعية في تحقيق الأهداف .

- **القيود القانونية:** تحدد قوانين البورصات بعض القيود فيما يتعلق بالتعامل بالأوراق المالية ، فلا يمكن مثلا للمختصين بهذا الميدان شراء أو بيع القيم المنقولة لحسابهم الخاص كأشخاص ماديين إلا في حدود معينة ، كما تفرض أيضا قيود قانونية خاصة بالتسوية ، التسليم ، أنواع الحسابات المفتوحة ...إلخ .
- **طباع العميل:** يعتبر طبع العميل أحد القيود الموّجهة لشراء قيمة معينة دون سواها ، فحتى ولو كان الإستثمار في الأسهم العادية مثلا يجلب عائدا مغريا ، إلا أنه لا يمكن الإقبال على القيام بمثل هذه العملية إذا كان العميل متخوّف ولا يبدي أي استعداد لتحمل أدنى درجات الخطر .
- **الحد الأدنى للعائد:** يهدف القائمون على تشكيل محافظ الأوراق المالية إلى تحقيق نمو مضطر لإستثماراتهم ، إلى جانب تحقيق عوائد دورية قد يعتمدون عليها في تغطية أعباء معيشتهم ، ممّا يشكل قيدا مميزا في اختيار تشكيلة الحافظة التي يجب أن تضمن في هذا الإطار:
  - تحقيق عائد دوري مستمّر ، لا يجب أن يتأتى من حصيلة بيع القيم المشكلة للحافظة .
  - توزيع العائد الجاري على فترات مترتبة بشكل يضمن سد حاجيات العميل طوال السنة .

- **الواقعية:** يسعى المستثمرين إلى بلوغ أهداف قوّية من خلال توظيف أموالهم ، قد تتجاوز في بعض الأحيان حدود الواقعية ، فمن واجب المسيّر هنا أن يوّجه هؤلاء ويطلعهم بالوقائع الحقيقية لمختلف العمليات ، ثم الإلتزام باقتراح خطط توظيف

تناسب الوضع الحقيقي للعميل ، حتى ولو لن تحقق أهدافه بصفة عامة لن تحقق أهدافه بصفة كلية ، خاصة ولو ابتعدت هذه الأهداف عن ما يمكن أن تجلبه له وضعيته المالية .

٣- **أسلوب المسيّر:**

يتخذ المسيّرين أساليب مختلفة ، في تسيير حافظات الأوراق المالية ، والمهّم هنا أن يتوافق أسلوب المسيّر مع أهداف ومتطلبات العميل ، وإلا استحال العمل بين الإثنين .

ويمكن عموما تلخيص أهّم الأساليب الممكن تبنيها فيما يلي:

أ- **بالنسبة لحافظات الأسهم**

- **التسيير الممحور على النّمو:** يركّز هذا النوع من التسيير على الأرباح الحالية ، والمستقبلية لأسهم الشركات التي تسجّل تطوّرا ونموّا عبر الزمن ، حتى ولو اقتضى الأمر دفع أسعار مرتفعة .
- **التسيير الممحور على القيمة:** وتحّط الأنظار هنا على اختيار مجموعة محددة من الأسهم التي تضمن تحقيق عوائد مستقرة على المدى الطويل ، مع تجنّب التغيّرات الكثيرة للتشكيلة ، وعادة ما يجد هذا النوع من التسيير صداه في فترات تلاشي الأسواق .
- **التسيير الممحور على الدورة الإقتصادية لمختلف القطاعات:** يتّم في هذه الحالة دراسة الإقتصاد ككل ، ثم التركيز على الإستثمار في القطاعات البارزة والمتواجدة في مراحل النمّو أو النضج من الدورة الإقتصادية .

ب- **حافظات السندات:**

- **التسيير الممحور على مدّة الإستحقاق:** تختلف مدد الإستحقاق من القصيرة المدى إلى المتوّسطة (٢ إلى ٥ سنوات) فالطويلة (٥ سنوات فأكثر) ، وعلى المسيّر اختيار المدى المناسب لأهداف العميل .
- **التسيير الممحور على نوعية القرض:** تختلف نوعية السندات وفقا لمصداقية جهة الإصدار ، حيث تعتبر السندات الحكومية مثلا أحسن السندات من حيث الضمان ومصداقية المصدر . كما تلعب نوعية السند دورا هاما في تحديد معدلات الفائدة التي يمكن أن يمنحها هذا الأخير ، حيث ترتفع معدلات الفائدة كلما قلت جودة القرض والعكس صحيح .
- **التسيير الممحور على التنبوءات بأسعار الفائدة:** يتم القيام بدراسات وبحوث عديدة للتنبؤ بالتوجهات المستقبلية لأسعار الفائدة ، حيث يرمي هذا النوع من التسيير إلى تدني مدة التوظيف في حالة التنبؤ بارتفاع معدلات الفائدة . والعكس أي محاولة تمديد مدة التوظيف عند التنبؤ بانخفاض في معدلات الفائدة .

المطلب الثاني: تحديد ووضع التشكيلة المناسبة للحافظة

بعد تمكن المسير أو الوسيط في العمليات البورصية من إعداد سياسة التوظيف المناسبة للعميل ، يقوم هذا الأخير في مرحلة ثانية بتحديد نسب مساهمة كل صنف من أصناف القيم المشكلة للحافظة والتي تتكون عادة من: نسبة معينة من السيولة ، نسبة أخرى من السندات وأخيرا نسبة من الأسهم .

تتم تحديد النسب عادة وفقا لأهداف العميل ، وسياسة التوظيف التي تم تسطيرها في مرحلة أولى .

١- **السيولة:**

تشمل السيولة كل المبالغ النقدية السائلة ، الأوراق المالية للسوق النقدي ، السندات القصيرة الأجل وكل ما يشكل الشبه سيولة والتي تسمح بمواجهة التكاليف واغتنام الفرص المتاحة .

يستخدم جزء السيولة إذا كمصدر للتمويل في الحالات المستعجلة . وقد سبق وأن ذكرنا في هذا الفصل أن نسبة السيولة عادة ما لا تقل عن ال٥% من إجمالي التشكيلة ، كما قد تصل في بعض الأحيان إلى ال١٠% أو أكثر نوعا ما حسب الحاجة وظروف السوق .

٢- **القيم ذات العائد الثابت:**

يضم هذا الجزء كل أنواع السندات التي تزيد مدة إستحقاقها عن السنة بما فيها السندات التي تصدرها منشآت الأعمال أو تلك التي تصدرها الحكومة .

كما تختلف أنواع السندات من حيث الجودة أو من حيث مدة الإستحقاق .

إن اختيار النسبة الملائمة للسندات في التشكيلة الكلية يتراوح عادة من ١٥% إلى ٩٥% [1] بما يتناسب مع ظروف المستثمر ، وعادة ما يخضع تحديد هذه النسبة إلى أربع عوامل رئيسية هي:

- الأهمية المولاة إلى العوائد التي تذرها السندات مقارنة بعوائد الأسهم ،
- الحد الأدنى للإيراد ،
- ضرورة الحفاظ على رؤوس الأموال ،
- عوامل أخرى متعلقة بالنظام الضريبي وآفاق التوظيف .

٣- **الأسهم:**

تندرج ضمن هذه الفئة كل من الأسهم العادية ، الأسهم الممتازة ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وكل القيم الأخرى ذات الدخل المتغير .

وبالطبع تختلف نسبة هذه الفئة (من ١٥% إلى ٩٥%) باختلاف الأهداف المحددة ، فعندما يكون من بين

(1) <<cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p12-18- 1997

تحقيق عائد مرتفع نسبيا مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة ، يتوقع أن ترتفع نسبة مساهمة الأسهم في التشكيلة والعكس صحيح .

أما عن العوامل المساهمة في تحديد نسبة هذه الفئة فهي تتمثل عموما في:

- درجة الخطر ،
- المردودية ،
- آفاق التوظيف ،
- التضخم وطباع العميل أو قدرة تحمله للخطر .

٤- **تقنيات توزيع مكونات التشكيلة (الحافظة) :**

إن التشكيل الأولي للحافظة لا يكفي وحده لضمان التسيير الجيد ، إنما يلتزم المسير بمتابعة المدخلات الجديدة للتشكيلة وإعادة النظر في التوزيع النسبي ما بين مختلف مكونات الحافظة .

فتزيد عوائد الأسهم والسندات مثلا من نسبة السيولة المشكلة للحافظة مما يستدعي توزيعا جديدا لمختلف المكونات . ولقد توصل المختصين بهذا الميدان إلى وضع تقنيات متعددة للتمكن من التوزيع الكفء للتشكيلة ، نذكر من أهمها:

أ- **التوزيع الإستراتيجي:**

يتعلق الأمر هنا بتوزيع على المدى الطويل ، مع إجراء التعديلات اللازمة كلما استدعى الأمر ذلك . ويكمن التوزيع الإستراتيجي في دراسة وتحليل عدد معين من التركيبات ثم تقييم العائد المحتمل لكل منها ، والتوصل أخيرا إلى التركيبة المثلى التي توفر عائدا مستقرا على المدى الطويل (والتي تتألف عادة من ٦٠% أسهم و ٤٠% سندات) .

ب)- **التوزيع وفقا لإتزان ثابت (بالنسبة للسندات):**

répartitions selon une pondération constantes

يقوم الإتزان الثابت على أساس إعادة تعديل الحافظة قصد إعطائها صورة التوزيع الإستراتيجي على المدى الطويل مما يفرض شراء السندات عندما تشكل هذه الأخيرة توظيفا حسنا ، وبيع الأسهم عند ارتفاع أسعارها للعودة إلى التشكيلة الإستراتيجية للحافظة .

ج- **التوزيع التكتيكي:**

وهو توزيع إستراتيجي مرن ، حيث يسمح هذا النوع من التوزيع بالمحافظة على التوزيع الإستراتيجي على المدى الطويل ، مع إحداث بعض التغييرات على المدى القصير والتي تسمح بالإستفادة من الفرص المتاحة ثم العودة بالضرورة إلى التوزيع الإستراتيجي .

د - **التوزيع الديناميكي(بالنسبة للسندات):**

تعد الإستراتيجية الديناميكية تقنية تسيير جد نشطة ، تبحث دائما على خلق توازن معين بين مكونات التشكيلة التي تتميز بقدر مرتفع من المخاطر وتلك التي لا تسجل إلا قدرا ضئيلا من الخطر ، وذلك طبقا لإرتفاع وانخفاض الأسعار على مستوى السوق .

فيتم إقتناء أكبر عدد من السندات مقابل التخلي عن الأسهم في الفترات التي تشهد فيها الأسواق المالية إنكماشا ملحوظا ، بينما تزيد نسبة الأسهم في التشكيلة بشكل ملحوظ في فترات الإنتعاش .

?- **التوزيع الضامن:** **répartitions avec garantie**

يضمن هذا النوع من التوزيع حدا أدنى من قيمة العائد الذي يمكن أن تذره الحافظة ، حيث لا يسمح بالإستثمار في القيم المرتفعة الخطر إلا إذا تجاوزت قيمة العوائد الحد الأدنى المقرر . أما في الحالة المعاكسة فيوجه الإستثمار بشكل خاص إلى القيم ذات العوائد الثابتة التي تضمن إحترام الحد الأدنى المذكور أعلاه .

المطلب الثالث: مراقبة الإقتصاد ، الأسواق والعملاء

تأتي هذه المرحلة بعد التسطير الجيد لسياسة التوظيف وتصميم استراتيجية توزيع أصول الحافظة ، وهي تتضمن مراقبة ومتابعة مختلف العناصر التي من شأنها أن تأثر على التشكيلة المكونة .

وتنحصر هذه العوامل أساسا على مستوى ثلاثة مقاييس رئيسية هي:

الإقتصاد ، الأسواق والعملاء .

١ - **الإقتصاد:**

إن اختيار التركيبة المناسبة لحافظة الأوراق المالية ، تعتبر عملية جد معقدة ، تستلزم دراسة وتحليل معمق لكل القطاعات الإقتصادية والأسواق المالية ، بهدف تحديد العوامل التي يمكن أن تمارس تأثيرات إيجابية أو سلبية على مكونات التشكيلة ، والتي تتحدد في الأنشطة الحالية والمستقبلية للقطاعات الخاصة والعامة على المستوى الوطني والعالمي ، السياسات الدولية ، أرباح الشركات ، الأوضاع الإقتصادية وتقلبات الأسواق المالية عامة .

إن النتائج المتوصل إليها من جراء تحليل ودراسة مثل هذه العوامل من شأنها أن تساعد على التنبؤ بالإتجاهات وبالعوائد المستقبلية لمختلف القيم المسعرة والتي يمكن ضمها إلى الحافظة .

أ- **التنبؤات المتعلقة بالإيراد أو المردودية:** يرتبط تحديد معدلات المردودية بعوامل متعددة مختلفة الأهمية ، نذكر من بينها معدلات الفائدة والتضخم التي تمارس أكبر تأثير على إتجاهات الأسواق المالية . ولما كان التنبؤ بمثل هذه العوامل جد صعب ، فإنه يصعب بالطبع تحديد المعدل المحتمل للمردودية بصفة دقيقة ، ولذلك فعادة ما تأخذ هذه العملية شكل شريحة ذات حدين : الأقصى والأدنى .

ب- **الأسهم:** تعد الأسهم أحد القيم المشكلة عادة لحوافظ الأوراق المالية ، ولهذا فإنها تستلزم هي أيضا دراسة دقيقة لأسعارها المستقبلية والتي تعتمد أساسا على دراسة المؤشرات الأساسية(١) ، التقنية(٢) ، الإقتصادية والمؤشرات الخاصة بالمردودية(٣) .

ج- **السندات:** لا تختلف الطريقة المتبعة للتنبؤ بالمردودية المستقبلية للسندات عن تلك المستعملة بالنسبة للأسهم ، إلا أن هذه الأخيرة (بالنسبة للسندات) تأخذ بعين الإعتبار عوامل أكثر موضوعية من أهمها معدل الفائدة الذي لا يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب ، وإنما يخضع للتسيير الحكومي الذي يبحث من خلاله على تحقيق أهداف إقتصادية ، التضخم وقيمة العملة المحلية .

د- **السيولة والشبه سيولة:** تشكل هذه الفئة ضمانا موثوقا للحصول على عوائد مستقرة دون تعريض المبالغ المستثمرة لأي نوع من الخطر .

وبما أن السيولة والشبه سيولة يشكلان استثمارا قصير المدى فإن التنبؤ بمردودية هذه المجموعة ، لا يعتبر أمرا معقدا .

٢- **الأسواق والعملاء:**

إن مراقبة ومتابعة التغيرات الإقتصادية وحدها لا تكفي لتصحيح وتكملة إستراتيجيات التوظيف ، وكذا تعديل النسب التشكيلية للحافظة ، فمن المهم إذا وضع نظام محكم يسمح باستعمال إستراتيجيات فعالة لمتابعة جودة القيم المشكلة للحافظة .

ويتضمن هذا النظام جناحين أساسيين:

- مراقبة ومتابعة تغيرات أهداف العميل ووضعيته المالية ،
- مراقبة التغيرات و المستجدات الطارئة على الأسواق المالية والشركات .

ولهذا فعلى المسير أن يتمكن من الإجابة باستمرار على مجموعة من الأسئلة التي تطرح نفسها في إطار التسيير الحسن للحافظة .

---

(١) أرباح الشركات
(٢) منحنيات تغيرات المؤشرات البورصية
(٣) المردودية البورصية لنسبة السعر إلى الربح

أ- **الأسئلة العامة:**

- هل توافق تشكيلة الحافظة الأهداف العامة للعميل ، إحتياجاته ، ودرجة تحمله للخطر ؟
- هل تلائم التركيبة الحالية للحافظة وضعية العميل والأبعاد المستقبلية للسوق المالية ؟
- هل تتميز الحافظة بالتنويع الكفء الذي يضمن تحقيق مردودية فعالة ؟
- بغض النظر عن القيم المشكلة للحافظة ، هل يمتلك العميل قيما مالية أخرى ؟
- ما هي النسب الإحتمالية لسحب أو إيداع مبالغ مالية داخل الحافظة ؟
- ما هي التنبؤات الحالية للمحللين الماليين ؟

ب- **السيولة وشبه السيولة:**

- تحديد القيم التي إقترب تاريخ استحقاقها .
- هل يجب رفع أو خفض نسبة السيولة ؟

ج- **السندات:**

- ما هي المدة الوسطى لإستحقاق مجموعة السندات المتواجدة في الحافظة ؟
- هل يجب اختيار السندات ذات أسعار الفائدة المرتفعة أو المنخفضة ؟
- هل تمت إعادة النظر في مصداقية ووضعية الشركات المصدرة للسندات المعنية ؟
- هل تشتمل الحافظة على سندات تباع بأقل من قيمتها الإسمية ؟
- هل تسمح الفوارق الموجودة بين السندات المرتفعة الجودة والأقل جودة من تحقيق حد أدنى من العائد مع تفادي أكبر نسبة ممكنة من الخطر ؟

د- **الأسهم:**

- هل تم الإستثمار في شراء مجموعة متنوعة من الأسهم ؟
- هل هناك أسهم تمنح عوائد أكبر ولم يتم ضمها إلى الحافظة ؟ ولماذا ؟
- هل تعتبر عوائد الأسهم مضمونة ؟
- هل تحتوي الحافظة على أسهم أجنبية ؟
- هل هناك تبريرات قوية لإختيار قيم قطاعات معينة دون غيرها ؟

إن الإجابة على مجمل هذه الأسئلة من شأنه أن يساعد الوسيط مساعدة فعالة في تكوين وإعادة تشكيل الحافظة بصفة مستمرة بما يتوافق مع المعطيات الجديدة للسوق من جهة ، والأوضاع وكذا الأهداف الجديدة للعميل ، الشيء الذي يضمن التسيير البارع للحافظة .

المطلب الرابع: تقييم نتائج الحافظة

تعتبر عملية تقييم نتائج الحافظة آخر مرحلة من مراحل التسيير ، وهي تحتل مكانة جد هامة نظرا لما تبينه من عيوب ومزايا لمختلف الإستراتيجيات المتبعة .

وبصفة نظرية يمكن تقييم النتائج المتوصل إليها عن طريق مقارنتها بنتائج الحوافظ الأخرى المماثلة ، وكذلك مقارنتها بالحدود المثلى المقررة لقطاع القيم المنقولة والمنشورة في الصحف والجرائد اليومية،الأسبوعية أو الشهرية .

وقد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملاءمة معدل العائد على الإستثمار الذي يتولد من الحافظة: يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد بعائد محفظة استرشادية لأحد مؤشرات السوق[١] ، فنجد في الولايات المتحدة مثلا مؤشري ستندودورز ٥٠٠ وداونجوز .

أما من الناحية التطبيقية فمن أهم الطرق المستعملة لقياس نتائج الحافظة نجد الطريقة الرئيسية التي تتمثل في قسمة ارتفاع القيمة السوقية على متوسط المبالغ المستمرة . ويمكن تمثيل ذلك رياضيا بالمعادلة التالية:

المردودية الكلية[٢] = ارتفاع القيمة السوقية / متوسط المبالغ المستثمرة

$$\text{المردودية الكلية} = \frac{\text{القيمة النهائية} - (\text{القيمة الأولية} + \text{الإيداعات الصافية أو -إجمالي السحب الصافي})}{\text{القيمة الأولية} + \frac{\text{الإيداعات الصافية أو - إجمالي السحب الصافي}}{2}}$$

ونشير في هذا الصدد إلى أنه من الصعب جدا تقييم نتائج الحافظة نظرا لتعدد المتغيرات التي تدخل في إطار هذه العملية . كما نشير أيضا إلى أن عملية المقارنة المذكورة سالفا إنما يجب أن تتم على أساس النتائج المحققة على المدى الطويل والتي تكون أكثر دلالة .

(١) << صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين >> منير إبراهيم هندي ص- ٨٠ – ١٩٩٤

(2) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada>> ICVM p12-35 1997

<u>المبحث الرابع:</u> طرق تقييم الأوراق المالية

يواجه الوسيط في العمليات البورصية الوظيفة الأساسية المتعلقة بتقدير المخاطر والعوائد المحتملة فمن واجبه الإنتباه والقيام بالدراسات والتحليلات المالية وذلك من خلال تأسيس إجراءات خاصة واستخدام مختلف المجالات الرياضية والإحصائية ، بغية تشكيل أفضل توليفة ممكنة للحافظة .

ترتبط العوائد ومخاطر السوق بتغير أسعار الفائدة ، أسعار الصرف ، السياسات الحكومية ، مؤشرات البورصة[١] وما إلى غير ذلك ، حيث يتم التكفل بكل هذه العوامل بواسطة نواتج مكيفة كأدوات التغطية المتوفرة على مستوى الأسواق . والسؤال المطروح هنا هو: ما هي الطرق أو الأساليب المستخدمة للتوصل إلى تحديد مخاطر وعوائد قيمة معينة ؟

للإجابة على هذا السؤال فإننا سنتناول في هذا المبحث أهم الطرق الرياضية والإحصائية خاصة ، التي يستعملها المحللين الماليين في إطار التنبؤ بتغيرات الأسعار الجارية لمختلف الأوراق المالية المتداولة في البورصة .

وما يجدر بالذكر هنا هو أن الأساليب المستخدمة لتقييم الأسهم تختلف بالطبع عن تلك المستعملة بالنسبة للسندات ، وذلك نظرا لإختلاف المميزات والعوامل المؤثرة على كل منها .

<u>المطلب الأول:</u> الأسهم

تمثل الأسهم مشاركة المساهم في ملكية الشركة التي أصدرتها ، وهي تخضع لقاعدة تسيير جد بسيطة تتمثل في << الشراء بأقل سعر ، والبيع بأعلى سعر >>[٢] فالمشكل المطروح هنا إنما يتمثل في تحديد الدرجات العليا والسفلى ، وهذا ما يحوصل في تقييم الأسهم .

وللتوصل إلى حل هذا المشكل ، يستخدم المحللين الماليين طريقتين أساسيتين:

- تستعمل الطريقة الأولى في التنبؤ بالتغيرات على المدى القصير ، **وهي ما تسمى بطريقة << التحليل التقني أو الإحصائي >>** وهي تتضمن الدراسة التاريخية لأسعار الأسهم واتجاهاتها السوقية بالنسبة لمدة معينة .
- أما الطريقة الثانية وهي طريقة << **التحليل الأساسي** >> ، فتستعمل في التنبؤات على المديين القصير والطويل .

---

(١) << حوليات لجنة تنظيم ومراقبة البورصة >> ص- ٥ - ١٩٩٧

(2) <<La bourse>> J..Peyrard p -93- 1995

١- **التحليل الأساسي:**

يعتبر مفهوم التحليل الأساسي مفهوما واسعا ، يهتم بدراسة حركات الأسهم على المدى المتوسط والطويل خاصة ، مرتكزا في ذلك على فحص التنبؤات والتغيرات المستقبلية للإقتصاد عامة ، لمختلف القطاعات الإقتصادية ، الشركات ، معدلات الفائدة وأوضاع الأسواق المالية ، بحثا عن تقييم فعالية مختلف المؤسسات المسعرة بالبورصة واكتشاف الأسهم التي تتميز بإفراط في تقييمها ، الأسهم المقيمة حق تقييمها وتلك المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية ، ثم اغتنام الفرص لشراء الصنف الأخير بهدف إعادة بيعها عند ارتفاع الأسعار ، وبالمثل بيع الأسهم التي تتميز بإفراط في تقييمها .

ولما كانت مصداقية الشركات أو تدهور صحتها المالية ، هي العوامل الرئيسية المحددة لجودة أو رداءة الأسهم وتغيير أسعارها على مستوى السوق ، فإن التحليل الأساسي يعتمد بشكل رئيسي على تجميع وتحليل كل المعلومات المتعلقة بمختلف الشركات المسعرة والتي ترتبط ب:

- تغطية الفوائد وعوائد الأسهم ،
- مستوى الديون ،
- القدرة على تسديد الديون ،
- هوامش الربح ،
- الربح المحقق بالنسبة للسهم الواحد ،
- رقم الأعمال ،
- حصتها بالسوق ،
- مستوى الإبتكار والإبداع ،
- نوعية التسيير ،
- سياسة التشغيل .

وبالطبع يمكن الحصول على مثل هذه المعلومات من خلال عدة مصادر ، من بينها لجنة تنظيم عمليات البورصة ، المنشورات الرئيسية أو التقريرات السنوية .

أما عن الطرق المستخدمة لتقييم الأسهم في مجال التحليل الأساسي فهي تتمثل في طريقتين بالغتي الأهمية تتمثلان في:

- نموذج رسملة الأرباح الموزعة أو ما يسمى أيضا << صيغة قوردن(شابيرو) >>
  Modèle d'actualisation des dividendes ou formule de Gordon Shapiro
- نسبة السعر الجاري إلى الأرباح Ratio cours- Bénéfice

أ- نموذج رسملة الأرباح الموزعة أو صيغة قوردن شابيرو: **Modéle de Gordan Shapiro**

يعد هذا النموذج من بين النماذج الشائعة الإستعمال ، وهو يوضح بأسلوب بسيط الكيفية التي يمكن من خلالها تقييم أسهم الشركات التي تتميز بنمو مستقر .

حسب النموذج فإن السعر الحالي للسهم يمثل بالقيمة الحالية لكل الأرباح الموزعة (dividendes) المتوقعة في المستقبل لفترة غير محددة إذ ليس للأسهم مدة استحقاق معينة .

ويمكن تمثيل هذا النموذج رياضيا بالمعادلة التالية:

$$\text{السعر} = \frac{\text{م}}{\text{ر} - \text{ن}} \quad (1)$$

حيث يمثل:

السعر: السعر الحالي للسهم المعني .

م : الأرباح الموزعة المتوقعة للسنة .

ر : معدل المردودية لأسهم شركة أخرى من نفس القطاع ونفس درجة الخطر أو الإستقرار .

ن : معدل نمو الأرباح الموزعة .

ومع أن هذا النموذج وجد حدوده ، إلا أنه يبقى دائما أداة فعالة لتقييم الأسهم .

ب- نسبة السعر الجاري للسهم إلى الربح الوحدوي: **Ratio cours-bénéfice**

تعتبر هذه النسبة أهم وأصلح النسب استعمالا في التحليل المالي ، فهي تعتبر بمثابة ملخص لكل النسب المستعملة إذ تأخذ بعين الإعتبار تقييم كل العوامل السالفة الذكر والخاصة بطبيعة ووضعية الشركة ومن ثم جودة أسهمها .

ويمكن تعريف هذه النسبة بأنها الرقم الممثل لعدد المرات التي يشمل فيها السعر الجاري للسهم الربح السنوي الوحدوي (بالنسبة للسهم الواحد) الحالي أو المحتمل(٢) .

أما الصيغة الرياضية لهذه النسبة فيمكن التعبير عنها بشكل بسيط في المعادلة التالية:

$$\frac{\text{السعر الجاري للسهم (س)}}{\text{الربح السنوي الوحدوي (ح)}}$$

(1) La bourse Vibert entreprise J..Peyrard p- 105 - 1995
(2) <<Cours sur le commerce des valeurs mobilières>> ICVM p3-27 1997

ورغم الإستخدام الشائع والمكانة الكبيرة التي تحتلها هذه النسبة في ميدان التحليل المالي للأسهم ، إلا أنها لا تخلو من العيوب نظرا لعدم استقرار هذه النسبة ، والسبب في ذلك راجع إلى التغيرات السريعة للأرباح كما قد يحدث في بعض الأحيان أن تتحمل المؤسسات بعض الخسائر الطارئة ، مما يجعل نتيجة هذه النسبة غير واقعية .

تسمح مقارنة هذه النسبة بالنسبة لعدد من الشركات المنتمية لنفس القطاع ، باختيار الأسهم الأكثر جودة .

فحتى ولو وجدت شركتان مثلا في نفس الوضعية المالية ، وبنفس الأبعاد المستقبلية للنمو لكن بنسبتين (س/ح) مختلفتين ، فإن أسهم الشركة ذات النسبة الأدنى تعتبر أجود الأسهم بالنسبة للشركتين المعنيتين .

وما يجدر الإشارة إليه أيضا ، هو تميز النسبة (س/ح) بالإرتفاع في فترات انتعاش الأسواق متى ترتفع الأرباح والعكس صحيح ، أي انخفاضها في فترات الإنكماش للسوق المالية مما يعني انخفاض الأرباح .

٢- <u>التحليل التقني أو البياني:</u>

عادة ما يستخدم هذا النوع من التحليل على المدى القصير ، وهو يقتضي بأنه من الضروري دراسة العوامل الداخلية للسوق للتمكن من تحديد إتجاهات وتغيرات أسعار الأسهم[1] .

يتضمن التحليل التقني إذا الدراسة التاريخية لأسعار الأسهم واتجاهاتها السوقية على مدى زمني معين لا يجب أن يقل على الستة أشهر ، حيث يقوم المحللين التقنيين بتخطيط (رسم) وتحليل المنحنيات البيانية المبينة للتغيرات الماضية والحالية لأسعار الأسهم ، حجم المعاملات ، وعدد الأسهم المتميزة بالإرتفاع أو الإنخفاض ، ثم يحاولون من خلال ذلك استخراج النماذج التي تعود كثيرا ، والتي تسمح بتحديد الأسعار المستقبلية للأسهم .

يحاول المحللين التقنيين أيضا من خلال دراستهم ، اكتشاف بسيكولوجية المستثمرين والحالة الذهنية للسوق .

يعتمد التحليل التقني كما ذكرنا سابقا على دراسة البيانات ، واستخدام بعض الأدوات الإحصائية الأخرى ، وقد تم التوصل في هذا الميدان إلى بعض النظريات التي أصبحت شائعة الإستخدام وخاصة نظريتي إليوت (Elliott) وداو (théorie de Dow)

أ- <u>النظريات:</u>

تستخدم في مجال التحليل التقني نظريات عديدة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم ، من أهمها نظريتي إليوت (Elliott) وداو (Daw) .

---

(2) <<La bourse>> Michel Durand p- 111 – 1989

أ-١ - **نظرية الموجات لإليوت:** Les vagues d'Elliott

تعتبر هذه النظرية جد معقدة وصعبة الإستعمال ، وهي تدلي بأن السوق يتطور عبر موجات كبيرة تتداخل فيها موجات أقل كبرا ثم موجات أخرى أقل أيضا..إلخ.

وتأكد إليوت على أن السوق يحقق إرتفاعا بمقدار سلسلة خمس موجات وانخفاضا بمقدار ثلاث موجات وعلى هذه الموجات تأتي موجات أقل أهمية .

ونظرا لتداخل عدد كبير من الموجات فيما بينها ، فإنه يصعب على المحللين تحديد وضعية السوق على مستوى الدورة الكلية ، إلا أن هذه النظرية أعطت ثمارها بالنسبة لكثير من المحللين الذين تمكنوا من تفسيرها .

أ-٢- **نظرية داو:**

تمثل هذه النظرية أول تجربة في التنبؤ باتجاهات أسعار الأسهم إرتكازا على التحليل التقني وقد وضعت من طرف شارل هونري داو (Charle Henry Daw) مؤسس قسم الأخبار اليومية << داو جونز >> ، وأول محرر لجريدة وول ستريت .

تقوم هذه النظرية على أساس وجود ثلاث إتجاهات أساسية لتطور السوق:

- الإتجاهات الأولية (الإبتدائية): وهي تأخذ وقتا طويلا قد يمتد من سنة إلى عدة سنوات .
- الإتجاهات الثانوية : وتمتد على فترة أقل من الإتجاهات الأولية ، عادة ما تكون من ثلاث أسابيع إلى عدة أشهر .
- الإتجاهات الصغرى : تنشأ هذه الإتجاهات نتيجة التغيرات اليومية للأسعار ، وهي لا تعتبر ذات أهمية بالنسبة لكبار المستثمرين .

ب- **الأدوات:**

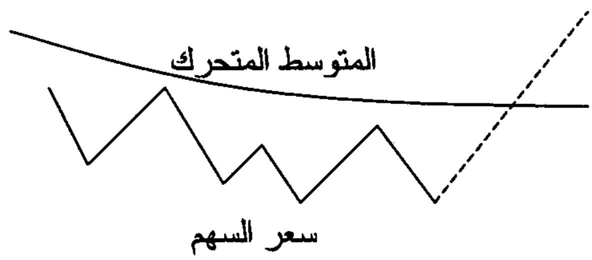
يستعمل رواد التحليل التقني أدوات متعددة لإثبات تنبؤاتهم ، ولا يمكننا بالطبع سرد كل هذه الأدوات إنما سنكتفي بالتطرق إلى البعض منها فقط .

ب-١- **المتوسطات المتحركة:** تساعد المتوسطات المتحركة على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم ، وذلك باستخدام سعر الإقفال لنوع معين من الأسهم خلال مدة معينة (عدد من الأيام أو عدد من الأسابيع) ، ثم تقسيم حاصل جمع هذه الأسعار على عدد الفترات المأخوذة .

يتم حساب المتوسط المتحرك دوريا حيث يتم الحصول في النهاية على منحنى المتوسطات المتحركة .

يبين هذا المنحنى اتجاه أسعار الأسهم حيث تتم التفرقة بين حالتين أساسيتين :

- الحالة الأولى : إذا كان الإتجاه يميل إلى الإنخفاض ، فإن منحنى المتوسطات المتحركة سوف يتواجد بالضرورة فوق منحنى (أنظر الشكل ١) السعر الجاري للسهم .



<u>الشكل ١</u> : وضعية منحنى المتوسط المتحرك بالنسبة إلى سعر السهم

عند إرتفاع منحنى سعر السهم ليقطع منحنى المتوسط المتحرك (في حالة إرتفاع حجم العمليات) ، فهذا يدل على أن الإتجاه نحو الإنخفاض سوف ينقلب ، وبالتالي فإنه مؤشر شراء .

- الحالة الثانية : إذا كان الإتجاه يميل نحو الإرتفاع ، فإن منحنى المتوسطات المتحركة سوف يتواجد تحت منحنى (أنظر الشكل ٢) السعر الجاري للسهم .

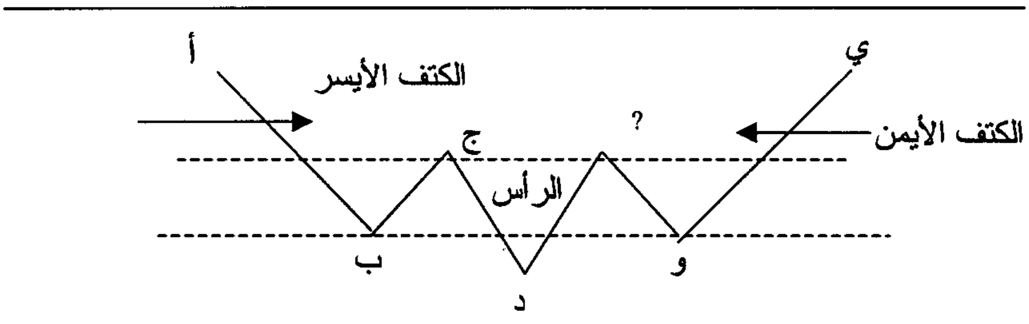


<u>الشكل ٢ :</u> وضعية منحنى المتوسط المتحرك بالنسبة إلى سعر السهم

عند إنخفاض منحنى سعر السهم ليقطع منحنى المتوسط المتحرك فإن إتجاه الأسعار نحو الإرتفاع سوف ينقلب وبالتالي يجب بيع الأسهم المعنية .

• **النموذج التراكمي:**

يشمل هذا النموذج عدة صور أو نماذج ثانوية من أهمها: تشكيلة الرأس والكتفين المقلوبة (Formation de tête et d'épaules inversées) والتي يمكن تمثيلها في الشكل البياني الآتي :



الشكل ٣ : تشكيلة الرأس والكتفين المقلوبة

أ – ب : إنخفاض ممتد للأسعار : حيث يمكن أن تشهد هذه المرحلة إرتفاعا كبيرا لحجم الأسهم المتبادلة .

ب – ج : انتعاش طفيف غير مصحوب بارتفاع في حجم المعاملات .

ج – د : إنخفاض باهض في أسعار الأسهم ، يرفق بارتفاع كبير في حجم المعاملات.

د - ? : تسجيل إرتفاعا في الأسعار

? - و: انخفاض الأسعار من جديد ، لا يرفق بالضرورة بارتفاع في حجم العمليات

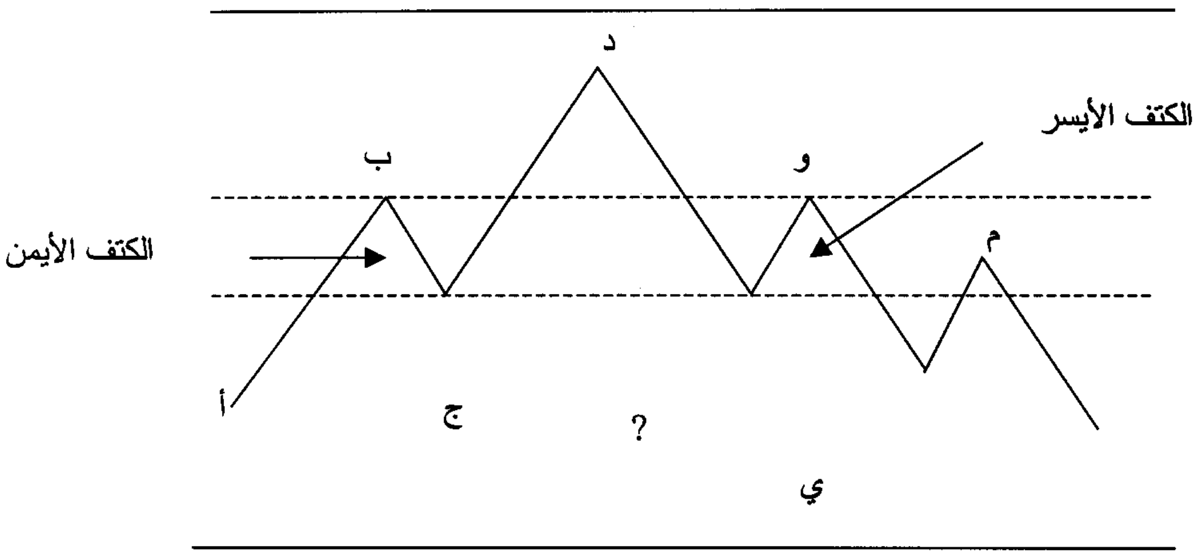
و – ي: ارتفاع مجدد في الأسعار

وتسمى المثلثات أ ب ج الكتف الأيسر ، ج د ? الرأس ، ? و ي الكتف الأيمن .

ونشير هنا إلى أنه كلما زادت أهمية الكتف الأيمن كلما كان ذلك أفضل ، كما نشير إلى نموذج معاكس تماما لهذا النموذج وهو النموذج المسمى ب<< تشكيلة التوزيع >> أو تشكيلة الرأس والكتفين المتناظرة Symétrique .

• **النموذج التوزيعي :** بعكس النماذج التراكمية ، فإن هذا النوع من النماذج يسمح عادة بالتنبو بإنخفاضات باهضة لأسعار الأسهم ، على مستوى الأسواق المتميزة بالانتعاش ، فإن إنخفاض الأسعار لا يحدث مرة واحدة إنما بشكل تدريجي .

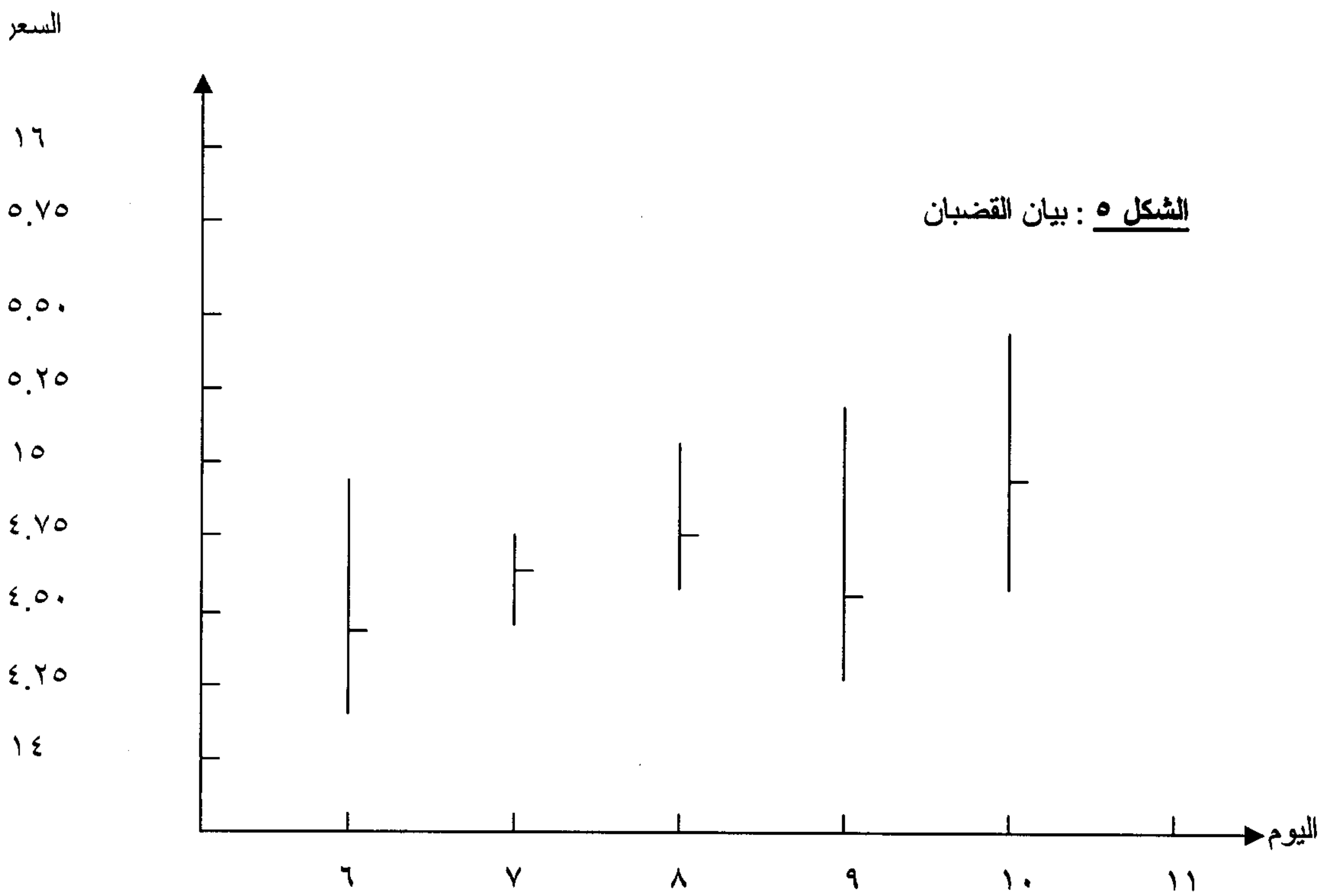
ويمكن تمثيل هذا النموذج في الشكل الموالي :



الشكل ٤ : تشكيلة الرأس والكتفين المتناظرة .

- **بيان القضبان:** يبين هذا البيان الأسعار القصوى ، الدنيا وأسعار الأقفال اليومية. فقد نجد في هذا الصدد بيانات يومية أسبوعية أو شهرية تستعمل كل منها حسب الوضعية أو المدة المستعملة للتنبؤ .

ويمكن تمثيل هذا البيان في الشكل الآتي :



الشكل ٥ : بيان القضبان

المطلب الثاني :السندات

تختلف السندات عن الأسهم كونها أداة دين ذات مدة إستحقاق محدّدة ، لهذا فطريقة تسييرها وتقييمها تختلف عن تلك المستعملة بالنسبة للأسهم .

ونظرا لتعدد أنواع السندات المتداولة في السوق المالية ، فإن هذه الأخيرة تخضع لنوعية تسيير معقدة نوعا ما .

وعلى العموم فإن عملية تقييم السندات ترتكز على عاملين هامين هما:

- معدّل المردودية الحالي ،
- المخاطر المترتبة عن الإستثمار في السندات .

١- معدل المردودية الحالي:

وهو المعدّل الذي يسمح بتعادل السعر الجاري للسند والقيمة الحالية لمختلف التدفقات المالية المستقبلية .

يستعمل هذا المعدّل لتقييم السعر الجاري للسند ، أي السعر الواجب دفعه في الحاضر في سبيل الحصول على تدفقات مالية موزعة على فترات محدّدة إضافة إلى تسديد المبلغ الإسمي المستثمر في نهاية هذه الفترة .

ويمكن استخراج معدل المردودية الحالي أو القيمة الحالية للسند من خلال المعادلة التالية:

القيمة الحالية للسند = القيمة الحالية للمبلغ الإسمي + القيمة الحالية للتدفقات النقدية الدورية

$$\text{القيمة الحالية للسند} = \frac{\text{المبلغ الإسمي}}{(1+ر)^{ن}} + \frac{ف}{(1+ر)^{1}} + \frac{ف}{(1+ر)^{2}} + \ldots\ldots + \frac{ف}{(1+ر)^{ن}}$$

حيث يمثل: ر: معدل المردودية الحالي (Taux de rendement)

ن: مدّة إستحقاق السند

ف: التدفقات النقدية الثابتة (أو قيمة الفوائد المحصلة دوريا)

ويمكن تلخيص المعادلة السابقة في المعادلة البسيطة التالية:

$$\text{القيمة الحالية} = ف \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+ر)^{ن}}}{ر} \right]$$

٢- تقييم الخطر:

تتعدد المخاطر المرتبطة بالإستثمار في السندات والتي يجب أخذها بعين الإعتبار وتقييم مدى تأثيرها على مردودية وكفاءة تشكيلة الحافظة المختارة . نذكر من بين هذه المخاطر:

- خطر توقف الشركة عن دفع العوائد أو عدم قدرتها على تسديد المبلغ عند تاريخ الإستحقاق . فقد تستاء الوضعية المالية للشركة ، كما قد تصل هذه الأخيرة إلى حالة الإفلاس مما يجعلها عاجزة عن تسديد ما عليها من ديون ، وهذا ما يجعل من دراسة الوضعية المالية الحالية والمستقبلية أمرا بالغ الأهمية قبل التقرير بشراء أي نوع من السندات .
- الخطر المتعلق بالتضخم: يسدّد المبلغ المستثمر ، بعد فترة زمنية معيّنة قد تصل إلى (١٠) سنوات أو أكثر ، وقد يرتفع أو ينخفض معدّل التضخم خلال هذه الفترة ، فعلى الوسيط في العمليات البورصية أن يقوم بدراسة اتجاه التضخم ومدى تأثيره على القدرة الشرائية للمبلغ المستثمر فقد تنخفض هذه القدرة بشكل كبير إذا ما سجّل معدّل التضخم إرتفاعا ملحوظا .
- خطر تحمّل خسارة نسبية مقارنة بالمبلغ المستثمر: قد يحتاج المستثمر إلى سيولة نقدية قبل تاريخ استحقاق السند مما يضطره إلى بيع هذا الأخير ، فمن المحتمل أن يكون السعر الجاري أثناء البيع أقل من سعر الشراء مما يجعل المستثمر يتحمل خسارة جزء من المبلغ المستثمر .
- الخطر المتعلق بتغيّر أسعار الفائدة: وهو أهم خطر يتكفل الوسيط أو المسيّر بدراسته ، حيث تؤثر أسعار الفائدة على الأسعار الجارية للأسهم والسندات .

وكما نعلم فإن معدّلات الفائدة تتجّه في إتجاه معاكس لأسعار السندات ولذلك فيجب دراستها دراسة دقيقة .
وما يجدر بالذكر هنا خاصة بالنسبة للسندات ، أنّه يجب الأخذ بعين الإعتبار العاملين السابقي الذكر معا ، حتى يضمن الوصول إلى نتائج واقعية وقريبة من الحقيقة .
نفس المنطق يطبّق على الأسهم ، فرغم تعدد وسائل وأدوات التقييم إلا أنّه من المستحسن اللجوء إلى العديد منها في نفس الوقت حتى تتم إصابة الهدف المراد وتفادي الخطأ إلى أقصى حد ممكن .

خاتمة الباب الثاني

يشكّل الوسطاء في العمليات البورصية الجهاز النابض ، لكل العمليات والصفقات التي تتم على مستوى البورصة وذلك من خلال مختلف الخدمات التي يقدّمها هؤلاء المختصين ، كل حسب نوعية النشاط المرّخص له بممارسته .

ولا يمكن أن يمارس مهنة الوساطة هذه إلاّ الأشخاص الذين تتوفّر فيهم بعض الشروط الخاصة ، سواءا كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين ، إضافة إلى ضرورة حصولهم على إعتماد من طرف هيآت التنظيم والرقابة الخاصة بالبورصة .

تزاول مهنة الوساطة عادة من خلال شركات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض أو من طرف البنوك شركات التأمين والمؤسسات المالية الأخرى . وفي كل هذه الحالات فإنّ هذه الوظيفة تستدعي القيام بها على أكمل وجه ، وضع هيكلة فعّالة وتنظيما محكما لبلوغ أقصى درجة ممكنة من الكفاءة وسرعة الأداء . كما تتطلب هذه المهنة من مزاوليها الإلتزام ببعض القواعد والأدبيات المرتبطة بالضمير المهني للوسيط من جهة أخرى والتي من شأنها أن تحافظ على مصالح كل من العملاء والوسطاء ذاتهم عن طريق خلق جوّ من الثقة والجدّية في التعامل .

يمارس الوسيط في العمليات البورصية أنشطة عدّة من أهمها تسيير حوافظ الأوراق المالية التي تتطلب مجهودات وقدرات فعّالة تمكّن من إختيار الإستراتيجيات المناسبة ، التقييم المستمّر للأوراق المالية والتنبؤ بكل المخاطر والعوائد المحتملة .

الباب الثالث: دراسة حالة الجزائر

<< إن الحديث عن البورصة في الجزائر جديد ، لأن النظام الإقتصادي الذي سارت عليه منذ الإستقلال إلى أواخر الثمانينات يتعارض تماما مع النظام الإقتصادي الرأسمالي الذي يقوم على مفاهيم أخرى كاقتصاد السوق ، التنافس والإقتصاد الحر، وهي مفاهيم إقتصادية تتعايش مع مفهوم النظام المالي للبورصة >> (١)

لقد عاشت الجزائر لمدة أكثر من ربع قرن مرحلة إقتصادية تجاهلت خلالها كل مظاهر الإقتصاد الرأسمالي ، حيث تبّنت الحكومة الجزائرية غداة الإستقلال المنهج الإشتراكي كنظام إقتصادي مبني على أسلوب التخطيط الذي يقتضي حصرا شاملا لموارد المجتمع وكل إمكانياته ثم توجيها رشيدا لتحقيق الأهداف المسّطرة .

وقد تمّ تمويل الإقتصاد الجزائري خلا ل هذه الفترة بتدخل هيئة مركزية للتخطيط لها الحق في منح رخص القروض على المدى المتوسط والطويل الأجل للمؤسسات العمومية الجزائرية مرورا ببنوك الدولة حيث:

- تكفلت الخزينة العمومية بتمويل الإستثمارات الإنتاجية على المدى الطويل وذلك من خلال البنك الجزائري للتنمية (BAD).
- أما التمويل المتوسط والقصير الأجل فقد كان من اختصاص البنوك الأولية أو التجارية .

وبهذا تأمنت تغطية معظم الإحتياجات التمويلية العامة والخاصة ، لكن سرعان ما ظهرت حدود هذا النظام في معظم البلدان التي إنتهجت المنهج الإشتراكي ولا سيما الجزائر التي بدأت منذ بداية الثمانينات تتخبط في أزمة اقتصادية ومالية ، أصبحت الدولة من خلالها غير قادرة على تأمين القنوات الإقتصادية الخاصة بالإنتاج والإستهلاك ولا على تمويل النمو الإقتصادي .

وقد زادت حدة هذه الأزمة مع تدهور أسعار البترول التي كانت تشكل أهم مصدر للمدخلات الجزائرية ، وبهذا تجمعت كل مظاهر الأزمة الإقتصادية التي ازدادت عمقا وحدة مع:

- الإرتفاع الكبير لمعدّلات التضخم ،
- التراجع الكبير للإستثمارات الإنتاجية ،
- تدهور مستوى المعيشة ،
- إنقطاع المخزونات .

(١) << البورصة – بورصة الجزائر – >> شمعون شمعون ص-٣- ١٩٩٠

أمام هذه الوضعية ظهرت الحاجة ملحة للخوض في مجموعة من الإصلاحات الإقتصادية التي ترمي إلى دفع الإقتصاد الجزائري نحو طريق الإنفتاح الإقتصادي أو ما يسمى ب<< إقتصاد السوق>> أين تسود المبادرات الخاصة وقوانين السوق التي تلعب دورا حاسما في تعزيز الإقتصاديات الديناميكية ، وبذلك يتأمن خلق الجو الملائم للنهوض بالإقتصاد الجزائري من جديد عن طريق إدخال الأدوات الحديثة كقرض الإيجار وعقود التسيير إضافة إلى تبني مجموعة من القوانين والإجراءات التي تسمح للمتعاملين الإقتصاديين بالنشاط ضمن ديناميكية جديدة .

وفي هذا الإطار تبرز ضرورة إنشاء مؤسسة تشكل الركيزة الأساسية لإقتصاد السوق ألا وهي << البورصة >> ، التي تعتبر مفتاحا لمصدر تمويل جديد يحل محل الخزينة العمومية التي تخلت على تمويل الإستثمارات . هذا من جهة ، ومن جهة أخرى فإن نشاط البورصة يعتبر تكملة لمهمة الشبكة البنكية في مجالي تعبئة الإدخار وتوفير الموارد المالية المتاحة .

وبالفعل فقد تم الشروع في تأسيس بورصة الجزائر منذ بداية التسعينات ، إلا أن هذه العملية سجلت بعض التأخر نظرا للعقبات التي تم مواجهتها والتي تمكنت السلطات الجزائرية من التغلب عليها ، حيث أصبح كل شيء جاهز وأصبحت بورصة الجزائر عملية منذ بداية سنة ١٩٩٦ وهي تشهد تطورا ملحوظا منذ ذلك الوقت .

الفصل الأول: إنشاء بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الجزائر ، أتت كعملية مكملة لسلسلة الإصلاحات الإقتصادية ، التي خاضتها الجزائر منذ بداية الثمانينات ، والتي عملت على تحويل الإقتصاد الجزائري إقتصاد حر تستدعي تأسيس سوق مالية على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم تضمن للوحدات الإقتصادية المختلفة الحصول على احتياجاتها من الأموال ، واستثمار ما لديها من فوائض مالية في قنوات مربحة .
ولاشك أن هذه السوق المالية ، سوف تلعب الدور الهام المنوط لها في عملية التنمية الإقتصادية من خلال تأمين القنوات اللازمة لمد الصناعة والإستثمار بروؤس الأموال المدخرة ، وتخفيض بذلك الإتجاه التضخمي الذي يرافق برنامج التنمية الإقتصادية عادة . إضافة إلى المهام الأخرى التي يمكن أن توليها البورصة كتشجيع الإدخار ، توفير المعلومات اللازمة الخاصة بفرص الإستثمار المتاحة ، والتخفيف من حدة الإعتماد على الجهاز المصرفي .

وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في أفريل عام ١٩٩٣ بمقتضى المرسومين الآتيين :

- المرسوم التشريعي رقم ٩٣-٠٨ المؤرخ في ٢٥ / أفريل / ١٩٩٣ المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة .
- المرسوم التشريعي رقم ٩٣-١٠ المؤرخ في ٢٣ / ماي / ١٩٩٣ المتعلق بسوق القيم المتداولة والذي نص على إنشاء أهم هيئة لسوق رؤوس الأموال والمتمثلة في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

المطلب الأول : مرحلة الإقتصاد المخطط(١٩٦٢ إلى ١٩٨٨)

لقد تم بعد الإستقلال إختيار المنهج الإشتراكي كنظام إقتصادي مبني على أسلوب التخطيط ، إذ اعتمدت الجزائر في تسيير إقتصادها وفي مجهودها الإنتاجي على استراتيجية التنمية المخططة ، وذلك بهدف بناء هيكل اقتصادي صلب والقضاء على جل أشكال التخلف الموروث عن الإستعمار حيث أصبحت المؤسسة العامة من خلال ذلك أداة لتطبيق السياسة الإقتصادية والإجتماعية للدولة . ومن الناحية القانونية تعتبر المؤسسة العامة مؤسسة وطنية ، رأسمالها ملك الدولة وهي خاضعة لعملية التخطيط .

إن الركيزة الأساسية لمبدأ التخطيط تتمثل في تسطير لمختلف وحدات المؤسسة أهداف محفزة ومتناسقة بهدف توجيه قرارات هذه الأخيرة ، وذلك من خلال الخطة التي بموجبها يتم حصر الأهداف الواجب تحقيقها فيما يخص الإستثمار ، الإنتاج والتوزيع .

أما فيما يتعلق بالقطاع الخاص ، فلم يكن له دور كبير في هذه المرحلة إذ انحصرت مساهمته في القطاعات الغير إستراتيجية (الإستهلاكية) وذلك بعد تقديم الطلب وموافقة الهيآت العليا عليه .

ولمواجهة إحتياجات المؤسسات العمومية الجزائرية في ذلك الوقت ، فقد تم وضع وتنظيم جهاز مصرفي يعمل على تسهيل تحقيق الخطة العامة عن طريق التمويل الأتوماتيكي لهذه المؤسسات .

ففي شهر ماي ١٩٦٣ تم إنشاء الصندوق الجزائري للتنمية الذي حول بعد ذلك إلى بنك الجزائر للتنمية وخولت المهام التالية :

- تأمين تمويل الإستثمارات ،
- تسيير ميزانية التجهيز للدولة ،
- توجيه القروض الأجنبية ،

وفي سنة ١٩٦٤ تم إنشاء الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط بهدف توجيه الإدخار الوطني نحو تمويل القطاع الإقتصادي والمساهمة في تمويل البناء المخطط العمومي ومنح القروض لفائدة المدخرين .

أما بتاريخ ٧٩ ماي١٩٦٦ فقد تم تأسيس البنك الوطني الجزائري الذي إهتم بتمويل القطاع الفلاحي .

وفي تاريخ ٢٩ ديسمبر ١٩٦٦ تم إنشاء القرض الشعبي الجزائري الذي إختص في تمويل قطاعات السياحة ، الفندقة والأنشطة الحرفية .

أما بنك الجزائر الخارجي فقد تم إنشاءه بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٦٧ والذي سحب من البنوك الأجنبية الإعتماد المتعلق بعمليات التمويل الدولي وقد ركز إهتمامه على تمويل قطاع المحروقات .

المطلب الثاني : مرحلة الإصلاحات الإقتصادية

بعد تجربة تخطيط مركزي صلب في سنوات السبعينات وأمام الوضعية المزرية التي وصل إليها الإقتصاد الجزائري عامة والتراجع الكبير الذي شهدته معظم القطاعات شرعت السلطات الجزائرية بعد بداية النصف الثاني لعشرية الثمانينات في الخوض في سلسلة من الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية التي ترمي إلى التخلي عن المركزية وإعطاء نفس جديد للمبادرة الخاصة والتسيير في إطار <<إقتصاد السوق>> بهدف النهوض بالإقتصاد الجزائري وإسترجاع التوازن الإقتصادي والمالي الكلي للبلاد من خلال تحقيق الإنتقال من إقتصاد موجه إلى إقتصاد يترك المجال واسعا لآليات السوق في أن تلعب دورها لمعالجة الإختلالات الأساسية ، والمرور من نظام تمويلي يرتكز على الإصدار النقدي والمدخلات البترولية إلى نظام تمويلي يعتمد على تأسيس الأسواق والأدوات المالية .

ومن بين النتائج الرئيسية التي سعيت الحكومة الجزائرية إلى الوصول إليها من خلال الإصلاحات الإقتصادية المتبناة نذكر أساسا:

- إعطاء قيمة حقيقية لوسائل الإنتاج ،
- التقليل من حدة الدين ،
- تطهير الإقتصاد الجزائري عن طريق إحلال مظاهر التسيير الإستراتيجي محل التسيير الإداري .

إن هدف الإصلاحات الإقتصادية الخاصة بالمؤسسات العمومية ، يتمثل أساسا في دعم إستقلاليتها في التسيير ، وهو العمل المكمل لسياسة إعادة الهيكلة المقررة في إطار المخطط الخماسي الأول (١٩٨٠ – ١٩٨٤) .

تتجسد إستقلالية المؤسسة العمومية الجزائرية من خلال القانون المؤرخ في ١٩٨٨/٠١/١٢ والذي تم تطبيقه في شهر جوان من نفس السنة.

من خلال هذا القانون تم تحديد الشخصية المعنوية للمؤسسات العمومية والتي أصبحت على شكل شركات أسهم (SPA) أو شركات ذات مسؤولية محدودة (S.A.R.L) ، يتكون رأسمالها من رأسمال الدولة أو الجماعات المحلية .

---

(1) << Un marché financier en Algérie>> Revue l'économie n°13 Avril 1994
M'Hamed Dif p-21-

ففي ظل تطبيق نظام التخطيط ، تعتبر البنوك بنوك الدولة ، شأنها شأن المؤسسات العمومية فهي ليست حرة في اتخاذ قراراتها وإنما تعمل على تنفيذ الخطة المحددة من طرف الهيآت العليا ، وبالتالي فإن القرارات المتعلقة بمنح القروض ، بحجمها وباتجاهاتها لا تتخذ على مستوى البنك وإنما تخضع لعملية تخطيط من طرف الإدارة العليا .

وبذلك فقد تأمنت في تلك الفترة عملية تمويل مختلف القطاعات والأنشطة بصفة أتوماتيكية بحيث (كما ذكر سابقا) تكفلت البنوك التجارية بتمويل المشاريع المتوسطة والقصيرة الأجل ، أما المشاريع الطويلة الأجل فقد اختصت الخزينة العمومية بتمويلها وذلك وفقا لما جاء في الخطط الإقتصادية الموضوعة .

نضيف إلى أنه في هذه الفترة لم يتم السماح لأي عون إقتصادي بإصدار أوراق مالية ، ما عدا الخزينة العمومية التي قامت بإصدار سندات التجهيز وسندات الخزينة[1] التي لا يتم تداولها إلا في السوق الأولي.

ومن هنا يظهر جليا أن سياسة التمويل المنتهجة في ظل مرحلة الإقتصاد المخطط لم تستدعي بتاتا إنشاء سوق مالي بالجزائر .

ونشير إلى أن السياسة الإقتصادية والإجتماعية المطبقة في هذه الفترة قد إنجر عنها جملة من الإختلالات الإقتصادية والإجتماعية التي زادت حدة مع بداية الثمانينات خاصة إثر تدهور أسعار البترول عام ١٩٨٦ التي تدنت بنسبة ٥٣ بالمائة .

ويمكن حصر أهم هذه الإختلالات في :

- تدهور الصحة المالية لمعظم الشركات الجزائرية ،
- التضخم وتطور السوق الموازية ،
- إرتفاع تكاليف إنجاز المشاريع ،
- إنتشار القدرة وتدهور المستوى المعيشي .

أما عن النتائج المترتبة عن هذه الإختلالات فيمكن ذكر ما يلي :

- إرتفاع المديونية الخارجية ،
- المبالغة في طبع النقود ،
- إنخفاض سعر صرف الدينار .

- المرسوم التنفيذي رقم ٩١-١٦٩ المؤرخ بتاريخ ١٩٩١/٠٥/٢٨ المتعلق بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة .
- المرسوم التنفيذي رقم ٩١-١٧١ المؤرخ يوم ١٩٩١/٠٥/٢٨ المتضمن تحديد أنواع القيم المتداولة وشروط إصدارها .

كما تم في هذه الفترة تقرير تخلي الخزينة العمومية عن تمويل الإستثمارات الإنتاجية ، وبذلك أصبحت المؤسسات المستقلة تواجه مشاكل في تمويل ميزانياتها ، ولم يكن باستطاعة البنوك لوحدها التكفل بحل مثل هذه المشاكل نظرا لضعف مواردها .
ففي ظل المحيط الجديد أصبحت المؤسسة الجزائرية هيئة مستقلة خاضعة لتفاعل قوى العرض والطلب مجبرة بالتكفل بكل نشاطاتها ومن ثم ضرورة بذل أقصى جهودها في التسيير للحصول على هامش تمويل ذاتي كافي والبحث عن وسائل تمويلية أو توظيفية تسمح لها بتحقيق أكبر العوائد الممكنة .
يتطلب تحقيق هذا الهدف المزدوج إصلاح المؤسسة الجزائرية من جهة وإنشاء مؤسسة مالية قادرة على تلبية الإحتياجات التمويلية للمؤسسات وتشجيع الإدخار من جهة أخرى .
وهكذا ظهرت الحاجة الماسة إلى إنشاء السوق المالية التي تشكل العنصر الحي لتكملة وتنويع مصادر التمويل خاصة في المرحلة الإنتقالية التي يعيشها الإقتصاد الجزائري .

يرتكز قيام مثل هذه السوق بالجزائر على عدة دلائل نذكر من بينها:

- تشكل هذه السوق مصدر تمويل غير تضخمي ، إذ تسمح بتحويل بصفة مباشرة الفوائض المالية من ممتلكيها إلى طالبيها ، مؤسسات كانوا أو أفراد ، مقيمين أو غير مقيمين .
- تشكل هذه السوق أيضا وسيلة لتنويع وسائل التوظيف بالنسبة لحاملي رؤوس الأموال ، مما يسمح بإعطاء المكانة اللازمة للإدخار في تمويل الإقتصاد الوطني .
- تسمح هذه السوق للخزينة العمومية باللجوء إلى مصادر تمويل جديدة ، وبالتالي تحديث (Modernisation) طرق تسيير الديون العامة (dettes publique)
- أخيرا تشكل هذه السوق إطارا مجسدا لإنفتاح رأس مال المؤسسات العمومية على المساهمات الخاصة .

وما يجدر الإشارة إليه هنا أن إنشاء سوق مالية بالجزائر ليست مهمة سهلة ، إذ تتطلب هذه العملية عدة شروط مرتبطة بالتنظيم ، بالإقتصاد ، بالثقافة ، بالتسيير ، وبالإطار القانوني .

ويمكن حصر مجموعة الإصلاحات الإقتصادية التي مست مختلف الميادين الإقتصادية في :

- تحرير التجارة الخارجية ،
- تحرير الأسعار التي أصبحت تخضع لقوانين السوق (العرض والطلب) ،
- تليين النظام الضريبي ،
- انفتاح الإقتصاد الجزائري إلى الرأسمال الأجنبي ورفع القيود الجمركية ،
- إصلاح نظام الصرف ، بهدف الوصول إلى تحويل الدينار الجزائري ، (Convertibilité du dinar algérien)
- خوصصة المؤسسات العمومية .

أما البنوك فقد تطرقت مثلها مثل المؤسسات إلى عملية الإصلاحات الإقتصادية ، والتي بموجبها تحررت من القيود التي كانت تحكمها وأصبحت لها القدرة على اتخاذ القرارات الخاصة بها .

ولعل من أبرز الإصلاحات الخاصة بالنظام المالي ما جاء في النصوص التشريعية خلال هذه الفترة والتي نذكر من أهمها :

- القانون رقم ٨٨-٠٦ الصادر بتاريخ ١٢ / ٠١ / ١٩٨٨ المعدل والمتمم للقانون ٨٦-١٢ (الصادر يوم ١٩٨٦/٠٨/١٩) والمتعلق بنظام البنك والقرض ، ومن أهم ما جاء في هذا القانون :
  - تعتبر المؤسسات المالية مؤسسات عمومية إقتصادية ،
  - لا مركزية توطين المؤسسات لدى البنوك ،
  - التخلي على الصورة الآلية لتمويل المؤسسات من طرف البنوك التجارية ،
  - تنظيم وتطوير السوق النقدية والسوق المالية .
- القانون رقم ٩٠-١٠ الصادر بتاريخ ١٩٩٠/٠٤/١٤ المتعلق بالنقد والقرض والذي تم من خلاله المصادقة على إمكانية إقامة البنوك الأجنبية بالجزائر ، كما سمح عامة بإدخال تطورات معتبرة على مستوى آليات تمويل الإقتصاد ، وإعطاء صورة جديدة للنظام البنكي بشكل يتوافق مع التحولات المقررة .
- تأسيس شركة القيم المتداولة Société des valeurs mobilières بتاريخ ١٩٩٠/١٢/٠٩ .

وكل هذه الشروط لا يمكن أن تحقق إلا عن طريق تخطي كل العقبات وضمان:

- الإستقرار الإقتصادي عن طريق التأثير على معدلات الفائدة ، معدل التضخم وأسعار الصرف .
- وضع الإستراتيجيات اللازمة لتعبئة الإدخار عن طريق إدخال مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المتنافسة والتي تسمح بمنح عوائد جلابة .
- تنويع المحيط المالي عن طريق ترقية وتشجيع إقامة البنوك الخاصة ، مؤسسات الإدخار ، وصناديق التوفير والمعاشات الخاصة(Région de retrait) .
- وضع برامج تكوين خاصة موجهة لمختلف المهام المرتبطة بسوق الأوراق المالية .
- نشر الوعي الثقافي في ميدان الإدخار والتوظيف بالأوراق المالية لحث الجمهور على تقليل الإستهلاك في سبيل رفع الإدخار .

وخلاصة القول أن الإدخار لا يمكن أن يوجه للتوظيف في مختلف الأدوات المالية إلا إذا تأمنت المكنيزمات اللازمة لضمان عاملي السيولة والأمان بصفة عامة(1) ، وعامل المردودية بصفة خاصة وهي الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها أي مدخر من خلال توظيف أمواله .

المبحث الثاني: مراحل إنشاء بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر كما قلنا سابقا ، في إطار برنامج الإصلاح الإقتصادي الذي أعلن عنه عام ١٩٨٧ ، ودخل حيز التطبيق عام ١٩٨٨ ، حيث بدأ التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة إبتداءا من سنة ١٩٩٠ ، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي مرت هذه العملية بعدة مراحل نتطرق إليها فيما يلي:

المطلب الأول: المرحلة التقريرية (١٩٩٠-١٩٩٢)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر ، كما ذكر أعلاه عام ١٩٩٠ ، وبهذا نص المرسوم رقم ٩٠-١٠١ المؤرخ ب٢٧ مارس ١٩٩٠ ، على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط . كما أوضح المرسوم رقم ٩٠-١٠٢ المؤرخ بتاريخ ٢٧ مارس ١٩٩٠ أنواع شهادات الأسهم (Certificats d'actions) ، التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الإقتصادية وكذا شروط مفاوضتها ، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتتبة بروؤس أموال الشركات العمومية الإقتصادية الأخرى .

(1) <<Marché financier>> COSOB Revue Mediabank n°30 199 p- 13 -

وفـي نفـس السـنة ، سـواء فـي ١٩٩٠/١٢/٩ تـم إنشـاء وفقـا لعقـد موثـق شـركة القيـم المنقولـة (Société des valeurs mobilières) ، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول العظمى. تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية ، أما رأسمالها فقد قدر بمبلغ (٣٢٠,٠٠٠,٠٠ دج) ، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية ، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية (٨) أعضـاء ، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة[1] ، يقوم المجلـس بتعيين المديـر العـام الـذي يتولـى مهمـة تسيير الشركة .

ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط ، تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقي والإزدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة لها .

كما تم في هذه الفترة صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ ١٩٩١/٠٥/٢٨ متمثلة في

- المرسوم التنفيذي رقم ٩١-١٦٩ يختص بتنظيم المعاملات على القيم المتداولة .
- المرسوم التنفيذي رقم ٩١-١٧٠ الذي يحدد أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط إصدارها من طرف المؤسسات .
- المرسوم التنفيذي رقم ٩١-١٧١ المتعلق بلجنة البورصة .

لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور الغير واضح الذي يجب أن تلعبـه وبضعف رأسمالها ، فقد تم تعديل قوانينـها ورفـع رأسـمالها فـي فبراير ١٩٩٢ إلـى (٩,٣٢٠,٠٠٠,٠٠ دج) ، كمـا تغير إسمها الذي أصبح << **بورصة الأوراق المالية** >> بدلا من شركة القيم المنقولة .

وبالرغم من كل المجهودات المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرة في هذه المرحلة حيث إعترضت إنطلاقتها العديد من الصعوبات المتعلقـة بـالمحيط الإقتصـادي والإجتمـاعي للبـلاد والتـي سنتطرق إليها بالتفصيل في المبحث الثالث من هذا الفصل .

---

(١) << البورصة -بورصة الجزائر- >> شمعون شمعون ص-٨٠- ١٩٩٣

المطلب الثاني :المرحلة الإبتدائية (١٩٩٣-١٩٩٦)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة ، حيث منع قانون ٨٨-٠٤ المؤرخ بتاريخ ١٢ جانفي ١٩٨٨ عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية .

لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم ٩٣-٠٨ المؤرخ في ٢٥ أفريل١٩٩٣ ، تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري وهي تعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة .

فيما يخص شركات الأسهم ، فقد أدلى المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للإدخار(Appel public à l'épargne) ، سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها .

كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من(٣٠٠,٠٠٠,٠٠ دج) إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (٥,٠٠٠.٠٠٠.٠٠ دج) في حالة إجراء العرض العمومي للإدخار ،
- ومليون دينار جزائري (١,٠٠٠.٠٠٠) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للإدخار .

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الإدخار .

أما فيما يخص القيم المنقولة ، فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع ، شهادات الإستثمار ، شهادات الحق في التصويت ، شهادات المشاركة (Les titres participatifs) ، السندات ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الإكتتاب .

إن اتخاذ مثل هذا القرار أي قرار إدخال قيم منقولة جديدة ، يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر .

في إطار هذا المضمون ، فإن المادة ٧١٥ مكرر٣ من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

<< القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة ، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر ، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها[1] >>

من خلال هذه المادة تظهر جليا أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم (La fongibilité des titres) ، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي .

(١) << الجريدة الرسمية >> العدد٢٧ ص-٣٧- ١٩٩٣

أما فيما يخص الهيآت العاملة ببورصة القيم المنقولة ، فقد حددت في <<المادة٣>> من المرسوم التشريعي الصادر في الجريدة الرسمية بتاريخ ٢٣ ماي١٩٩٣ ، وهي تتمثل في الهيئتين التاليتين:

- لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصة (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة .
- شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) ، وهي تسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة .
- كما جاء في <<المادة٥>> من نفس المرسوم ، أنه لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضة للقيم المنقولة إلا داخل مقصورة البورصة وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .

المطلب الثالث: مرحلة الإنطلاقة الفعلية (١٩٩٦ إلى وقتنا الحالي)

مع نهاية سنة ١٩٩٦ كان تقريبا كل شيء جاهز من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث:

- تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة ،
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة ،
- تم تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) ، إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط (Organisme) كل منهما ، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل .

ومع بداية سنة ١٩٩٧ تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية الذين بلغ عددهم التسعة وثلاثين (٣٩) وسيط يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين) ، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الإستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعيين في كل من تونس وفرنسا بهدف الإستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين في مجال التعامل بالسوق المالي .

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة ١٩٩٧ على تهيئة الجو الملائم وتحضير كل الهيآت المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد وهو نهاية سنة ١٩٩٧ .

ويجدر بنا الإشارة في هذا المجال إلى أهم الأعمال التي قامت بها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة التي أنهت خلال هذه الفترة إعداد سبعة أنظمة إضافة إلى تعليمة :

- النظام رقم ٩٦-٠٢ المتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للإدخار .

- النظام رقم ٩٧-٠١ المرتبط بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصية في رأس مـال شـركة إدارة بورصة القيم المتداولة .
- النظام رقم ٩٧-٠٢ المتعلـق بشـروط تسجيل الأعوان المؤهليـن لإجـراء المفاوضـات علـى القيم المنقولة .
- النظام رقم ٩٧-٠٣ المتعلق بسير بورصة الأوراق المالية .
- النظام رقم ٩٧-٠٤ الخاص بهيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .
- النظام رقم ٩٧-٠٥ المرتبط باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية وعملائهم .
- التعليمـة رقـم ٩٧-٠١ الصـادرة بتـاريخ ١٩٩٧/١١/٣٠ المحـددة لكيفيـات إعتمـاد الوسـطاء فـي العمليات البورصية .

كما قامت اللجنة بإعداد مجموعة من الدلائل تحت عناوين :

- دليل المستثمر ،
- دليل قبول القيم المنقولة ،
- دليل القيم المنقولة ،
- دليل هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ،
- دليل المصدر .

أما فيما يتعلق بالإصدارات التي تم تحقيقها إلى غاية الآن فقد تم إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتـاريخ ٢جانفي١٩٩٨ المتمثلة في << القرض السندي سوناطراك >> ، وذلك فيمـا يسـمى بالسـوق الأولـي للسـوق المالي .

على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل إقتصادي يدشن سوق الرساميل في الجزائر فـي الوقت الذي ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية(١) .

كما تم وضع برنامج خاص بالمؤسسات التـي مـن المفروض أن تسعر بالبورصـة فـي السـنوات القريبـة القادمة بعد طرح أسهمها للإكتتاب من قبل الجمهور ، وذلك عن طريق اللجوء إلى :

- إنفتاح رؤوس أموالها Ouverture du capital
- أو زيادة رؤوس أموالها Augmentation du capital

ويوضح الجدول الآتي مختلف هذه المؤسسات ، التي ينحصر عددها في إثني وعشـرين مؤسسـة ، حسـب الشركات القابضة العمومية (Les holding public) التي تنتمي إليها .

---

(١) مقالة: << سوناطراك تطرح ١١٥ ألف سند للإكتتاب إبتداءا من جانفي >> لمين ـل-
جريدة المساء : الثلاثاء ١٩٩٧/١٢/٣٠

المؤسسة	قطاع النشاط	الشركة القابضة العمومية	الرأسمال الإجتماعي (مليون دينار جزائري)	الأرباح (مليون دينار جزائري)		
				1994	1995	١٩٩٦
ENGTP	أشغال بترولية	الإنجاز والأشغال الكبرى	٥٧٠	١٩	٣١٧	٧٩٥
ENTP	أشغال بترولية	الإنجاز والأشغال الكبرى	٨٠٠	١٨٨	٢٦٣	٤٩٣
ENSP	أشغال بترولية	الإنجاز والأشغال الكبرى	٣٥٠	٢٧	١٥٨	٢٢٢
ENAGEO	أشغال بترولية	الإنجاز والأشغال الكبرى	٣٠٠	٢٧١	٣٩٦	٧٩٧
المؤسسة الوطنية للمعادن الثمينة (AGENOR)	كيمياء	الكيمياء،الصيدلة والأسمدة	١٨٠	٩٢	٣٣	٣٨
ENAP	كيمياء	الكيمياء،الصيدلة والأسمدة	٥٠٠	٢٤٩	١٧١	٤٣٦
ENGI	كيمياء	الكيمياء،الصيدلة والأسمدة	٤٥٦	٤٥	٦٠	٦٧
صيدال	الصيدلة	الكيمياء،الصيدلة والأسمدة	٦٠٠	١٠٤	٦٦٢	٢٢٩
فندق الأوراسي	الفندقة	الخدمات	١٥٠٠	٣٤	٤٥	٤٤
فندق الجزائر	الفندقة	الخدمات	٢٠٠	٤٦	١٠٨	١٢٥
مؤسسة الميناء الجزائر	النقل	الخدمات	٧٠٥	١٠	٣٨٤	١٢٢٩
مؤسسة الميناء عنابة	النقل	الخدمات	٣٠٠	٢٠	٣٨	١٣٤
مؤسسة الميناء أرزيو	النقل	الخدمات	١٦٥	٧٢٩	١٥٩٧	٢٣٣٢
شركة جيما GEMA	النقل	الخدمات	٣٠٠	٢٢٧	٣٩٧	٥٠١
الرياض سطيف	الغذاء	المواد الزراعية الغذائية	٨٥٠	٣٤٠	٢٨٨	١٠٧١
الرياض تيارت	الغذاء	المواد الزراعية الغذائية	٤٧٠	٤٤٧	٢٤٧	١٠٢
المؤسسة الوطنية للكبريت	نبات	المواد الزراعية الغذائية	٥٠٠	٣٩٤	٢١٠٩	٢٩٠٣
EC-OUEST	مواد البناء	البناء	٦٠٢	٢٥	٧٣	١٧٣
EPR-OUEST	مواد البناء	البناء	٢٩٣	٢١	١٤	١٥
ERCE	مواد البناء	البناء	٥٠٠٠	٣٤٨	١٦٧	٢٥٧
(ONCV)	المشروبات	المواد الزراعية المختلفة	٥٥٠	٤٤٧	٧٧٩	١٠١١
(EMAL)	المشروبات	المواد الزراعية المختلفة	١٨٠	٣٤	٢٩	٦١
(ENAB)	الخشب	الصناعات التحويلية	١٥٥	١٠٠٥	١٥٩	١١٤

(ENPEC)		الكهرباء،الإلكترونيك والإعلام الآلي والمواصلات السلكية واللاسلكية	٢١٧	١٥٨	٢٢٣	٢٠٦

ونشير إلى هناك إلى غاية الآن ثلاثة شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية عن طريق فتح أو رفع رأسمالها الإجتماعي مرورا بالبورصة وهي :

- شركة الرياض سطيف : فتح رأسمالها الإجتماعي بنسبة ٢٠% .
- مجمع صيدال : رفع رأسماله الإجتماعي بنسبة ٢٠% .
- فندق الأوراسي : رفع رأسماله الإجتماعي بنسبة ٢٠% .

وقد تم تسعير هذه الشركات بالبورصة بتاريخ ١٣/ ١٩٩٩/٠٩ بالنسبة لشركتي الرياض سطيف وصيدال حيث إلتحقت بهما بعد ذلك كل من شركتي سوناطراك بتاريخ ١٩٩٩/١٠/١٨ وفندق الأوراسي بتاريخ ٢٠٠٠/٠٢/١٤ .

أما عن حركة أسعار هذه القيم وحجم الرسملة البورصية فلم تشهد تطورا كبيرا نظرا للإنطلاقة الحديثة للبورصة وعدم الإنتشار الكافي للثقافة البورصية بالجزائر .

المبحث الثالث: هيآت الرقابة والتنظيم العاملة ببورصة الجزائر

إن سير البورصة والعمليات المتداولة فيها لابد أن يخضع لتنظيم محكم من طرف هيآت متخصصة تعمل على سن القوانين واللوائح المختلفة لضبط التعامل بالأوراق المالية بهدف حماية المستثمر من الغش التلاعب والمعلومات المضللة من جهة ، وحماية المصلحة العامة بالحفاظ على أسواق حرة مفتوحة[١] من جهة أخرى . إضافة إلى أن أي اختلال أو زعزعة لنظام سير البورصة من شأنه أن يؤثر على ممتلكات (أصول) المدخرين ، شهرة الشركات المصدرة للأوراق المالية وعلى الإقتصاد الوطني ككل .

لا تختلف الهيآت القائمة على تنظيم البورصة إختلاف كبيرا من بلد لآخر ، وبصفة عامة فهي تتكون من لجنة التنظيم والمراقبة ، وأجهزة التنفيذ . وفي ما يلي سوف نتطرق إلى مختلف الهيآت والأجهزة العاملة على تنظيم وتطبيق اللوائح والقوانين ببورصة الجزائر .

المطلب الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم التشريعي رقم ١٠-٩٣ المؤرخ بتاريخ ٩٣/٠٥/٢٣ للقانون التجاري المعدل والمتمم ، إلا أنها لم تصبح عملية إلا في فيفري ١٩٩٦ .

تشكل هذه اللجنة سلطة سوق القيم المنقولة ، وهي تسهر أساسا على:

- حماية المستثمرين بالأوراق المالية ،
- السير الحسن وضمان الشفافية اللازمة لسوق الأوراق المالية ،

كما أنها تتولى المهام الرئيسية التالية:

- المهمة القانونية .
- مهمة المراقبة والرقابة Contrôle et surveillance ،
- المهمة التأديبية والتحكيمية .

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس وستة أعضاء يعينون لمدة أربع (٤) سنوات ، تنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة عن طريق التنظيم .

- يعين رئيس اللجنة وفقا للمرسوم التطبيقي (Décret exécutif) المقرر في مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية[٢] .

---

(١) << البورصة – بورصة الجزائر - >> شمعون شمعون ١٩٩٢ ص-٣٨-

(2) <<Guide de l'investisseur >> COSOB p -11- Novembre 1997

(١) السعي المصفقي : ويقصد به النشاط الذي يقوم فيه صاحبه بالإتصال بالناس في منازلهم ، أو أماكن عملهم ...إلخ قصد اقتراح اقتناء قيما منقولة أو بيعها ، أو حتى تقديم إرشادات للغاية نفسها .

- تقديم ضمانا كافيا لطبيعة النشاط الممارس ، يقدّر بخمس مائة ألف (٥٠٠,٠٠٠دج) دج وذلك على شكل إما كفالة تدفع بالنقود أو على شكل قيم الخزينة .

ب- **شروط اعتماد شركات الأسهم**

تختلف شركات الأسهم إختلافا واضحا عن الأشخاص الطبيعيين ، لذلك فإن الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لإعتماد الأشخاص الطبيعيين كوسطاء في عمليات البورصة تختلف عن تلك التي تقررها بالنسبة لشركات الأسهم التي يجب أن تحقق ما يلي:

- امتلاك على الأقل مليون (١,٠٠٠,٠٠٠) دج .
- امتلاك محلا ملائما لممارسة النشاط وضمان أمن مصالح الزبائن .
- حيازة مقر للشركة بالجزائر .
- يجب أن يتكلف بإدارة الشركة مسؤولا تتوفر فيه الشروط اللازمة لممارسة هذه المهنة .

ج- **شروط إعتماد المؤسسات المالية ، البنوك وشركات التأمين**

<< على المؤسسات المالية ، البنوك وشركات التأمين التي تقدم طلبا لإعتمادها من أجل ممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية تبرير وجود قسم مستقل ضمن مصالحها لضمان استقلالية التسيير ، لا سيما المحاسبية >>(١) .

كما يجب أن تتوفر في مسؤول القسم الشروط الضرورية لمزاولة مهنة الوساطة في العمليات البورصية والمذكورة سابقا(٢).

تقوم كل من شركات الأسهم ، الأشخاص الطبيعيين ، البنوك وشركات التأمين إذا ما توفرت فيها الشروط السالفة الذكر ، كل حسب الحالة ن بتقديم طلب الإعتماد الذي يتضمن ما يلي:

- وثيقة إثبات ملكية أو استئجار المحل المخصص لمزاولة المهنة .
- وثائق إثبات الضمانات المطلوبة(٣) .
- الإلتزام بشراء حصة من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم .

بعد استلام الطلب تقوم اللجنة بفحص الملف ثم إبداء رأيها وتبليغه للمعني بالأمر في مدّة أقصاها شهرين إبتداءا من تاريخ إستلام الطلب .

في حالة ما إذا كان الرد إيجابيا تقوم اللجنة بمنح اعتماد مؤقت ، لا يصبح نهائيا إلا بعد التأكد من اكتتاب الوسيط بحصة من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم .

(١) << المادة ٧ >> مجموعة قوانين لجنة تسيير ومراقبة عمليات البورصة .

(٤) بواسطة رسالة مضمونة ومرفقة بوصل استلام .
تؤهله للقيام بعملية التسيير .

١ - د- **توظيف الأموال:**

تصرح <<المادة ٧>> من المرسوم التشريعي رقم ٩٣-١٠ المؤرخ في ٢٣ ماي١٩٩٣ ، بإمكانية الوسيط في العمليات البورصية ذي النشاط الغير محدود من القيام بتوظيف الأموال عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يستعمل اللجوء العلني للإدخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين .

ونشير هنا إلى أن الوسطاء في العمليات البورصية غير البنوك والمؤسسات المالية ، لا يمكنهم ضمان نجاح مسعى الإصدارات فرديا ، أو بمساعدة هيآت أخرى غير هذه الأخيرة[١]

- **السعي المصفقي Le démarchage** : وفي هذا الإطار يقوم الوسيط باستخدام العديد من الوسائل للحصول على أكبر قدر ممكن من الزبائن ، سواء عن طريق التوجه مباشرة إلى مقر عمل الأشخاص أو في الأماكن العمومية أو عن طريق استخدام بصفة دائمة الإتصالات الهاتفية ، الرسائل والمنشورات لعرض المنتوجات أو الخدمات الممكن تقديمها .

٢- **واجبات الوسطاء في العمليات البورصية**

إن وظيفة الوسيط في العمليات البورصية تحتم عليه إنشاء علاقات عديدة مع العملاء والهيآت العاملة بالبورصة مما يستوجب عليه احترام هذه العلاقات ، وكذا الواجبات المنبثقة عنها ، والتي تحدد وتنظم تعاملاته مع مختلف الأطراف .

٢-أ- **واجبات الوسيط اتجاه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة**

تربط الوسيط في العمليات البورصية علاقة دائمة بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، إذ لا يمكن أن يمارس هذا الأخير نشاطه إلا بعد الحصول على اعتماد من طرف اللجنة ، كما أنه يخضع لرقابة دائمة من طرف هذه الأخيرة .

وفي هذا المضمون يلتزم الوسيط بإعلام اللجنة بأي تغيير أو تعديل يطرأ على نشاطه بعد الحصول على الإعتماد

يلتزم الوسيط أيضا بتسليم اللجنة كل الوثائق المحاسبية والمالية حسب فترات دورية تحددها هذه الأخيرة أما فيما يخص اللجنة فمن حقها القيام بمراقبة نشاط الوسيط وإجراء عمليات التفتيش والتحقيق في أي وقت من أوقات العمل ، وذلك للتأكد من مدى احترام الوسطاء لأحكام سوق الأوراق المالية المعلنة .

(١) <<المادة ٣٧ >> من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٩٦-٠٣ المؤرخ في ١٧- صفر ـ١٤١٧ الموافق ل ١٩٩٦/٠٧/٣

ويمكن حصر أهم الواجبات المنبثقة من علاقة الوسيط بعملائه فيما يلي:

⇐ يجب على الوسيط أن يشير كتابيا في الوثائق التي يسلمها إلى زبائنه إلى طبيعة الإعتماد المحصل عليه.

⇐ ينطلق التعامل بين الوسيط والزبون من خلال فتح الحساب الذي يحتوي في إتفاقية على البنود التالية(١):

- هوية ومؤهلات الأشخاص المرخص لهم بتسيير الحساب عدا صاحبه أو أصحابه ،
- قدرات وسلطات الأفراد المرخص لهم بتسيير الحساب بعيدا عن مالكه ،
- وسائل إيصال الأوامر ،
- صفات الوسيط (سمسار أو متدخل لحسابه) ،
- طرق إعلام العميل بالعمليات المبرمة ،
- طرق فصل الإلتزامات .

يتم توقيع وثيقة فتح الحساب والإتفاقية المرافقة لها من طرف الزبون والوسيط ، وهي تحرر بنسختين ، تسلم الأولى إلى الزبون بينما يحتفظ الوسيط بالنسخة الثانية .

عند تحرير إتفاقية الحساب يلتزم الوسيط بتسليم جدول العمولات المطبقة مقابل الخدمات التي يقدمها .

⇐ عند تنفيذ الأوامر على الوسيط أن يقوم بإعلام زبائنه في أقرب الآجال ، ثم تأكيد تنفيذ العملية عن طريق إرسال ما يسمى ب<< إشعار التنفيذ >> خلال اليومين الموالين لتنفيذ الأمر .

يحتوي إشعار التنفيذ على المعلومات التالية:

- نوعية وعدد القيم الخاضعة للعملية المعنية ،
- سعر الوحدة والمبلغ الإجمالي للعملية ،
- العمولات والمصاريف الأخرى ،
- المبلغ الصافي ،
- تاريخ العملية وتاريخ التسديد والتسليم .

⇐ يلتزم الوسيط أيضا بإرسال كشفا للحساب إلى زبائنه وذلك كل ثلاثة أشهر على الأقل .

⇐ في حالة ما إذا قرر العميل منح وكالة تسيير الحافظة إلى الوسيط ، فعلى هذا الأخير أن يحرر عقدا لهذه الوكالة الذي يجب أن يوقع من الطرفين ، ويوضح طبيعة العمليات التي يمكن للوسيط أن يبادر بالقيام بها ، وكذا تحديد المخاطر التي يمكن مواجهتها ، شروط سير الحساب ومكافأة المسير.

(١) في حالة عدم وجود معلومات بخصوص الصلاحية يعد الأمر ليومه .
(٢) يتحدد تاريخ تأكيد العمليات باليوم الموالي لجلسة المفاوضة .

أما في حالة عدم تسوية رؤوس الأموال فتقوم بمنع الطرف المعني من الحضور إلى جلسات المفاوضة ضمن نظام التسعيرة ، مع تحرير تقريرا كاملا إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة .

المطلب الثالث: دراسة هيكلة وتنظيم الوسيط في العمليات البورصية <<الراشد المالي>>

لقد سبق وأن ذكرنا في المطلب الأول من هذا المبحث أن السلطات العمومية قد رخصت بصفة إنتقالية ولمدة خمس (٠٥) سنوات إبتداءا من تاريخ صدور المرسوم التشريعي رقم ٩٣-١٠ المؤرخ في ١٩٩٣/٠٥/٢٣ لكل من البنوك وشركات التأمين إمكانية ممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية ، شرط أن تثبت هذه المؤسسات وجود بداخلها قسم أو دائرة مستقلة تضمن الفصل بين نشاط الوساطة والأنشطة الأخرى .

وبعد انقضاء فترة الخمس سنوات تخلت البنوك وشركات التأمين عن نشاط الوساطة في العمليات البورصية لصالح شركات وساطة أسست خصيصا لهذا الغرض ، وهي تتخذ شكل شركات أسهم ترجع ملكية أسهمها إلى المؤسسات السالفة الذكر .

وقد ذكرنا أنه يوجد حاليا أربع شركات وساطة ، إضافة إلى يونين بنك الذي يعتبر الوسيط الوحيد ذات رأس المال الخاص .

وفي هذا الإطار سوف نتطرق في هذا المطلب إلى دراسة هيكلة وتنظيم أحد الوسطاء السابقي الذكر ، الذي يعتبر كأهم الوسطاء الموجودين حاليا على الساحة المالية ، وهو <<الراشد المالي>> .

١- التعريف بالوسيط <<الراشد المالي>>

الراشد المالي هو مؤسسة وساطة في العمليات البورصية ، تأسست بعد الحصول على اعتماد لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٩٩/٠١ الصادر في ١٩٩٩/٠٧/٢٧ .

تكتسي هذه الشركة شكل شركة أسهم ذات رأسمال يقدر بتسعة ملايين دينار جزائري (٩.٠٠٠.٠٠٠ دج) موزع بحصص متساوية بين كل من :

بنك الجزائر الخارجي (BEA) ، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي (CNMA)

وشركة إعادة التأمين (CCR) ، كمساهمين أساسيين في هذه الشركة .

وقد استطاع الراشد المالي بفضل تدخلاته سواء على مستوى السوق الأولي أو على مستوى السوق الثانوي ، من تحصيل رقم أعمال لا بأس به ، يقدر حاليا بحوالي عشرة مليون دينار جزائري

(١) السوق الأولي والسوق الثانوي .

- **الرئيس المدير العام** : من بين المهام الرئيسية التي يقوم بها الرئيس المدير العام نجد :
  - مباشرة ومتابعة كل الإجراءات اللازمة لتأسيس الشركة ،
  - وضع الهيكل العام للشركة وتوزيع المهام ،
  - اتخاذ الإجراءات اللازمة بخصوص المؤسسات التي تختاره كوسيط لفتح أو رفع رأسمالها ،
  - متابعة مختلف المراحل لإدخال المؤسسات إلى البورصة .
  - تمثيل الشركة في كل الأوساط .
- **الأمانة العامة :**
  - مساعدة الرئيس المدير العام في تنظيم مهامه ومواعيده ،
  - تصنيف وحفظ الملفات .
- **مستشار الرئيس المدير العام :**
  - مساعدة الرئيس المدير العام في كل الأعمال التي يقوم بها ،
  - نيابة الرئيس المدير العام أثناء غيابه ،
  - متابعة وتنسيق العمليات بين مختلف الأقسام .
- **مفاوضة القيم :**

يقوم المفاوض الذي تحصل على رخصة خصيصا لهذا الغرض من طرف شركة تسيير بورصة القيم SGBV [١] ، بنقل كل أوامر العملاء التي تلقاها خلال الأسبوع إلى مقصورة البورصة لمفاوضتها .

يتم تلقي الأوامر :

- إما على مستوى الوسيط نفسه ،
- أو عن طريق البنوك المساهمة في رأسمال الوسيط .

يعتبر الأمر تعليمة يعطيها العميل للوسيط في العمليات البورصية ، كتابيا أو شفهيا[٢] ، تقتضي بشراء أو بيع عدد معين من القيم المنقولة إما :

- بسعر السوق .
- بالسعر الأحسن .
- أو بسعر محدد .

إلا أنه في حالة الجزائر ، ونظرا لأن البورصة ليست إلا في مرحلتها الجنينية فلا يمكن للوسـيط أن يتقبـل إلا الأمور الكتابية وبسعر محدد .

---

(١) بعد النجاح في الإمتحان المنظم من طرف شركة تسيير بورصة القيم والمخصص لهذا الغرض .
(٢) عن طريق الهاتف أو الفاكس .

يستند هذا الإختيار إلى بساطة العمل في هذا الإطار مع تجنب كل إلتباس أو خلـط بيـن الأوامـر المصـدرة في سوق جديدة .

يقوم المكلف بمفاوضة القيم على مستوى << الراشد المالي >> إضافة إلى مهمّته الرئيسية ب:

- تأكيد تنفيذ الأوامر في اليوم الموالي جلسة المفاوضـة وكـل مـا يتعلـق بعمليـات المقاصـة الخاصـة بمختلف الصفقات المنجزة أثناء جلسة المفاوضة(١) .

➢ **العمليات مع العملاء :**

يختص المكلف بهذا القسـم بكـل مـا يتعلـق بالعلاقـات مـع العمـلاء سـواء كـانوا أشـخاصا طبيعييـن أو معنويين ، فهو يقوم في هذا الإطار ب:

- الإتصال بالمؤسسات التي عبرت عن نيتها للدخول إلى البورصة ، وذلك لإقتراح خدماته على هذه الأخيرة في هذا المجال .
- إيصال المعلومات اللازمة إلى البنوك التي تمتلك حصصا من رأسـمال الوسيط ذاتـه والتـي تـهتم بتلقي الأوامر من العملاء لحسابه . ومن بين هذه المعلومات نجد:
  - أسعار التوازن المحددة في آخر جلسة المفاوضة بالنسبة لكل قيمة .
  - العمليات المنجزة خلال آخر جلسة مفاوضة والخاصة بعملاء البنك .
  - تسوية العمليات المنجزة لحساب عملاء البنك(٢) مع ممثل هذا الأخير .

ينبغي على كل أمر بورصة مقدم للوسيط أن يتضمن المعلومات التالية :

- موضوع العملية (شراء أو بيع) .
- إسم وعدد الأوراق محل التفاوض .
- رقم الشهادة المودعة فيما يخص أمر البيع .
- إشارة أو حد السعر .
- مدة صلاحية الأمر

وينبغي على الوسيط في العمليات البورصية أن يتحصل قبل قبول أي أمر علـى الأوراق الماليـة المـراد بيعها أو الأموال اللازمة لتغطية عملية الشراء . ونشير في هـذا الصـدد إلـى أن النظـام العـام لبورصـة الجزائر لا يأخذ بالعمليات على المكشوف(Ventes à découvert) (٣) .

الفصل الرابع: واقع بورصة الجزائر

تناولنا في هذا الباب أهمّ ما خص بورصة الجزائر من حيث الإطار القانوني ، الإطار التنظيمي وأهـم المراحل التي تمّ تجاوزها للإنطلاقة الفعلية لهذه البورصة .

ولإنهاء هذا الباب ومعه الرسالة ، فإننا سنتطرق في هذا الفصل إلى أهمّ مـا تـم إنجـازه إلـى غايـة الآن خاصة فيما يخّص تسعير الأوراق المالية بالبورصة التي تشكل أهمّ عامل لاشتغال هذه المؤسسة وحيويتها

ونظرا للظروف الصعبة التي تمّ في إطارها تأسيس بورصة الجزائر وشبه الركود الـذي تعرفـه العمليـات على هذا المستوى ، فإننا رأينا أنّه من الضروري التعّرض إلى أهّم العراقيل التي يواجهها السير الفعّال لها سواءا على المستوى الكلي أو الجزئي ، خاتمين هذا الفصل بإبداء جملة من الإقتراحات التي نراهـا مفيـدة ومهّمة من أجل تحقيق الفعالية المطلوبة للبورصة الجزائرية .

المبحث الأول: خصائص أهمّ الإصدارات التي تمّت ببورصة الجزائر

تمثل الدولة وشركات الأسهم التي تتحلى بالوضعية المالية الحسنة والتي تستجيب لشروط التقييد بالبورصة الطرف الأساسي لديناميكية السوق المالي وذلك عن طريق إصدار الأسهم والسندات التي تعتبر أهم أدوات التمويل بالنسبة للمؤسسة[1] من جهة ، كما أنها تعد من المنتجات الأساسية المتداولة بالبورصة من جهة أخرى .

في هذا الإطار ومن خلال مبحثنا هذا ، سوف نتطرق إلى دراسة ماهية ومميزات الإصدارات التي تمت بالجزائر منذ انطلاقة بورصة الجزائر إلى غاية وقتنا الحالي ، حيث بدأت الافتتاحية بالشركة الوطنية للبحث والاستكشاف والإنتاج والنقل وتحويل وتسويق المحروقات <<سونطراك >> التي قامت بأول عملية إصدار سندي بالجزائر وذلك في الفاتح جانفي من سنة ١٩٩٨ ، بعد الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) في ١٨ نوفمبر عام ١٩٩٧ .

أما عن المصدر الثاني فهو يتمثل في شركة << الرياض سطيف >> التي تدخل في إطار برنامج الخوصصة الجزئية للمؤسسات العمومية الجزائرية المقررة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNEP)[2] وذلك بتاريخ ٢٩ أفريل سنة ١٩٩٨ .

تتجسد هذه العملية في مرحلتين أساسيتين ، حيث قامت الرياض سطيف أولا باللجوء العلني للإدخار بعد الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٠٣-٩٨ ل١٥ أكتوبر ١٩٩٨ ، والذي سمح لها بزيادة رأسمالها ب ١ مليار دينار جزائري ، وذلك عن طريق بيع ١ مليون سهم ، تصبح هذه الأسهم في مرحلة ثانية مسعرة في البورصة حيث تحدد قيمتها بواسطة العرض والطلب .

إلتحقت بمؤسسة << الرياض سطيف >> مؤسسة << صيدال >> التي أبدت نيتها في الدخول إلى البورصة منذ فيفري ١٩٩٨ ، الشيء الذي قرر خلال الجمعية العامة الغير عادية للمؤسسة وذلك بتاريخ ٢٢ جوان ١٩٩٨ ، حيث حصلت هذه الأخيرة على التأشيرة رقم ٠٤-٩٨ للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ ٢٤ ديسمبر ١٩٩٨ .

بخلاف << الرياض سطيف >> فإن مؤسسة << صيدال >> لجئت إلى العرض العمومي للبيع الذي خص ٢٠% من الرأسمال الاجتماعي لمجمع صيدال ، أي ما يعادل خمسة مائة مليون (٥٠٠,٠٠٠,٠٠٠) دج موزعة على مليوني (٢,٠٠٠,٠٠٠) سهم .

---

(١) إضافة إلى القروض البنكية .

(٢) Le Conseil National des Participation de l'Etat (CNPE)

بعد شركتي << الرياض سطيف >> و << صيدال >> تأتي الشركة العمومية للفندقة << الأوراسي >> تنتمي إلى محفظة الشركة القابضة العمومية للخدمات ، والتي تقرر إدخالها إلى البورصة من خلال إجتماع اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة بتاريخ ٠٥ فيفري ١٩٩٨ .

تحصل فندق الأوراسي على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٠١-٩٩ لتاريخ ٢٤ ماي ١٩٩٩ ، وهي تخص افتتاح ٢٠% من الرأسمال الاجتماعي للفندق الذي يمثل مليون ومائتي ألف (١,٢٠٠,٠٠٠) سهم . تقدر قيمتها بأربع مائة وثمانون مليون (٤٨٠,٠٠٠.٠٠٠) دج .

المطلب الأول :القرض السندي << سونطراك ١٣% ، ٢٠٠٣ >>

لقد تم إصدار القرض السندي الأوّل من نوعه في الجزائر بموجب اتفاق بين شركة << سونطراك >> التي تتولى استغلال عائدات القرض ، المؤسسات المصرفية وشركات التأمين بمقرر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ٠٧ ديسمبر ١٩٩٧ وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سونطراك أوّل متعامل إقتصادي يدّشن سوق البورصة في الجزائر .

١- القرض السندي بالجزائر:

إن ضعف قدرة الجهاز المصرفي على الاستجابة لمتطلبات التمويل المتوسطة والطويلة الأجل التي تعد مصدرا هاما لتمويل مخططات تنمية المؤسسات العمومية الجزائرية أدى بهذه الأخيرة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة بعيدا عن الدائرة المصرفية ، وذلك عن طريق اللجوء العلني إلى الادخار الذي يستوجب إصدار الأسهم أو السندات ، بعد أن أصبحت القوانين الجزائرية تسمح للمؤسسات التي تواجه عجزا ماليا أن تلجأ إلى الاقتراض لدى الجمهور المتعاملين عن طريق بيع ما يسمى ب <<السندات>> التي تمثل دين المؤسسة قبل المكتتبين بها .

يتميز القرض السندي بخلاف القروض البنكية ، بأنه غير تضخمي إضافة إلى أنه يعد كمساهمات مؤكدة لرؤوس أموال منعشة ، إلاّ أنّ إستخدام مثل هذا الأسلوب يتطلب توفير المحيط الملائم والشروط ذات الطابع القانوني ، المالي والتنظيمي الغير مستخدمة بالجزائر لأسباب تاريخية والتي بدأت تتطور حاليا بصفة تدريجية مع الانتقال إلى نظام اقتصاد السوق .

٢- كيفية تركيب عملية القرض السندي :

تتطلب عملية إنجاز القرض السندي الامتثال لبعض القواعد والقوانين الصارمة التي تتعلق بكيفية الإعداد وكذا الإعلام والإشهار بهدف ضمان الشفافية والحماية اللازمة للمدخرين المكتتبين .

٢- سونطراك والقرض السندي:

٢- أ- تقديم شركة سونطراك

باعتبارها أحد الخلايا الأساسية للاقتصاد الجزائري ، شركة سونطراك هي شركة مساهمة <<Société par actions>> ذات رأسمال يقدر ب٢٤٥ مليار دينار جزائري ، ممثل ب٢٤٥,٠٠٠ سهم ممتلكة مائة بالمائة (١٠٠%) من طرف الدولة الجزائرية .

تهتم شركة سونطراك بالبحث ، التنقيب ، الإنتاج ، النقل ، التحويل والتسويق للمحروقات .

تأسست هذه الشركة سنة ١٩٦٣ وهي تحتل حاليا المرتبة الحادية عشر (١١) عالميا في مجال البترول .

يمكن حصر المهام الأساسية لهذه الشركة في :

- الاستجابة للاحتياجات الجزائرية المالية والمستقبلية فيما يتعلق بالمحروقات .
- رفع قيمة مصادر المحروقات الجزائرية .
- المساهمة في التنمية الوطنية وخلق وسائل التسديد الخارجي .

٢- ب - ملخص للقرض السندي <<سونطراك>> السوق الأولي:

٢- ب- ١ السوق الأولي :

- قرار الإصدار : يتجلى إصدار القرض السندي لسونطراك من خلال القرار رقم ٨٠٥ الصادر بتاريخ ٠٩ نوفمبر ١٩٩٨ من طرف وزير الطاقة والمناجم الذي حصر قيمة هذا القرض في خمسة (٠٥)[1] مليار دينار جزائري .
- التأشيرة : تحصلت شركة سونطراك على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٩٧/٠٠١ بتاريخ ١٨ نوفمبر ١٩٩٧ .
- إتفاقية الشراء الثابت : Convention de prise ferme

تم إبرام إتفاقية بين شركة سونطراك من جهة واللجنة النقابية المشكلة من بنك الجزائر الخارجي BEA كمقدم الصف والمؤسسات المالية الأخرى (بنوك وشركات تأمين) من جهة أخرى . تقتضي هذه الإتفاقية بموجب الشراء الثابت تصريف وخدمة القرض من طرف المؤسسات المالية المذكورة أعلاه .

(١) قدرت قيمة القرض في بادئ الأمر بخمسة (٥) ملايير دج ، لكن رفع هذا المبلغ إلى ١٢.١٢٦ مليار دج قبل انتهاء العملية .

- هدف الإصدار :

يهدف هذا القرض السندي الذي يعد كأول عملية من نوعها في الجزائر عامة وبالنسبة لشركة سونطراك خاصة على مستوى السوق الوطنية إلى إشراك المؤسسات الوطنية والجمهور في تمويل برنامج تثمين المحروقات المصدر من طرف هذه الشركة والذي يحوي ثلاث محاور أساسية :

- تطوير إنتاج ، نقل وتمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز .
- إسترجاع الغازات المشتركة في حقول البترول والغاز .
- التنقيب على حقول جديدة وتطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام .

- مميزات القرض :
  - مبلغ الإصدار

الابتدائي = ٥ مليار دينار جزائري.

الإضافي = ٧.١٥٦ مليار دينار جزائري.

المبلغ الإجمالي = ١٢,١٢٦ مليار دينار جزائري.

القيمة الاسمية للسندات	عدد السندات المصدرة الموافقة لكل قيمة إسمية
١٠٠,٠٠٠.٠٠ دج	٦٦,٠١٥
٥٠,٠٠٠.٠٠ دج	٥٧,٠٦٣
١٠,٠٠٠.٠٠ دج	٨٥,٤٤٨
	الإجمالي = ٢٠٨,٥٢٦ سند

- شكل السندات = لحاملها .
- الفائدة السنوية = ١٣% معفاة من كل ضريبة وقابلة للدفع يوم ٤ جانفي من كل سنة .
- مدة القرض = خمس (٥) سنوات .
- تاريخ التسديد النهائي = يوم ٤ جانفي ٢٠٠٣ .
- سعر الإصدار = ٩٧.٥% .
- منحة الإصدار = ٢.٥% .
- الإستهلاك العادي : يدفع المصدر فائدة الرأسمال المقترض دوريا ويسدد الرأسمال المقترض دفعة واحدة وفي التاريخ المتفق عليه .
- سيولة السندات : تضمن من طرف كل الوسطاء الماليين المعتمدين بما فيها المؤسسات المالية .

- تكاليف العملية[1] :

١- التكاليف المستحقة للوسطاء الماليين :

- ✓ عمولة مقدم الصف ٠.٢٥%
- ✓ عمولة التسيير ٠.٢٠%
- ✓ عمولة التوظيف ١.٥٠%

٢- نفقات الطبع = ١٢ دج للوحدة أو السند .

٣- نفقات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة = ٠.٠٧٥% .

- الضمان : يضمن بنك الجزائر الخارجي تسديد القرض وفوائده ١٠٠% ، إلى جانب المكانة ، الشهرة والسمعة التي تتمتع بها شركة سونطراك .

وسنتطرق فيما يلي من خلال الجدول الآتي إلى توضيح كيفية توزيع وتوظيف القرض السندي من طرف كل عضو من أعضاء نقابة التوظيف .

---

(١) أنظر الجدول –أ-

٣- ب - ٢- السوق الثانوي

أ- المرحلة ما قبل التسعيرة الرسمية (٢٢ جوان ١٩٩٨ إلى ١٨ أكتوبر ١٩٩٩)

بعد حوالي أربعة (٠٤) أشهر[1] من اختتام السوق الأولي للقرض السندي سونطراك ولضمان السيولة التامة لهذا الأخير ، تم تبني حل من طرف مختلف المتدخلين في هذه العملية (سونطراك ، البنوك ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة) يتمثل في تكليف البنوك بمهمة شراء وبيع هذه السندات لحسابها طبقا للأسعار المحددة في التسعيرة خارج البورصة والمحددة من طرف لجنة التسعير التي أقيمت لهذا الغرض وقد تم في هذا الإطار :

- تعيين أعضاء لجنة التسعير الممثلين لمختلف البنوك التجارية .
- تعيين الوكالات البنكية المؤهلة للقيام بهذه العمليات .
- تحديد تاريخ أول تسعيرة ب٢٢ جوان ١٩٩٨ .
- يراقب ممثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تداول العمليات .
- إعداد القانون الداخلي للجنة التسعيرة .

هكذا وقد تمت أول تسعيرة غير رسمية لسندات سونطراك ، يوم الإثنين ٢٢ جوان ١٩٩٨ .

أ-١- لجنة التسعيرة :

تجتمع لجنة التسعيرة المكونة من ممثلي البنوك والوسطاء في العمليات البورصية[2] مرة كل أسبوع يوم الأحد على الساعة العاشرة ، وقد حدد لأعضائها المهام التالية :

- إعداد محاضر الإجتماع وإرسالها إلى المدير العام للبنك .
- الحضور الإجباري إلى كل اجتماعات اللجنة .
- إعداد التقارير الخاصة بالمخزون من السندات التي يحفظها البنك .
- إعداد التقارير الخاصة بعمليات الشراء والبيع اليومية التي تمت خلال الأسبوع
- تحديد أسعار الشراء والبيع لكل يوم من أيام الأسبوع (من يوم الإثنين إلى يوم الخميس) .
- إرسال جدول الأسعار إلى الصحافة .

---

(١) بالتحديد في شهر جوان حيث تم لهذا الغرض انعقاد اجتماع بين ممثلي سونطراك وممثلي مختلف البنوك في ١١جوان ١٩٩٨ .

(٢) يحضر ممثلي الوسطاء في العمليات البورصية إلى اجتماعات اللجنة بصفة ملاحظين فقط . ولا يجوز لهم اتخاذ أي قرار

يرأس اللجنة ممثل بنك الجزائر الخارجي (BEA) ، يعوّضه أحد أعضاء اللجنة في حالة الغياب .
تفوّض لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) ممثلا لها داخل اللجنة ، يهتم بمتابعة جلسة التسعيرة .
يتم اتخاذ القرارات خلال الجلسة وفقا لصوت الأغلبية ، وفي حالة تعادل الأصوات يأخذ بصوت الرئيس .
يمارس أعضاء اللجنة مهامهم وفقا للقانون الداخلي للجنة ، والاتفاقية المبرمة بين البنوك .

أ-٢- <u>طريقة تحديد الأسعار:</u>

تحدد أسعار الشراء والبيع المطبقة من طرف البنوك لكل يوم من أيام الأسبوع (من يوم الإثنين إلى يوم الخميس) وفقا للطريقة التالية :

- **المرحلة الأولى** : وهي تتمثل في تحديد سعر السند يوم استحقاق القسيمة بالنسبة للسنوات الكاملة المتبقية :

$$\text{السعر} = \text{ق} \times \left[\frac{1 - (1+\text{ر})^{-\text{ن}}}{\text{ر}} \right] + 100\,(1+\text{ر})^{-\text{ن}}$$

ق = معدل الفائدة للقسيمة بالنسبة للسنة الكاملة [1] .
ر = المعدل المرجعي (Taux de référence) .
ن = عدد السنوات الكاملة المتبقية من مدة الاستحقاق .

يمثل المعدل المرجعي نظريا ، معدل الفوائد الذي يمكنه أن تجلبه سندات مرجعية (كسندات الخزينة العمومية) والتي تتحلى بالمميزات التالية[2] :

- سوق ثانوي جد نشيط (عدة عمليات بيع وشراء) .
- كمية إصدار مرتفعة (Encours important) .
- حد أدنى من الخطر .
- مدة استحقاق مماثلة لسندات سونطراك .

أما في المحتوى الجزائري ، فإن غياب هذا المعدل المرجعي الذي يمكن تطبيقه لحالة سندات سونطراك ، أدّى إلى اختيار معدل مرجعي آخر لا تتطابق مميزاته ومميزات سندات سونطراك .

---

(١) ١٣% في هذه الحالة .

(2) Bulletin de la COSOB N° 01 p -16 - Année 1999

يتمثل هذا المعدل في مرحلة أولى في معدل السوق النقدي (ما بين البنوك) Taux du marché interbancaire ، بما أنه يمثل سعر محدد وفقا لقوى العرض والطلب النقدية .

نتحصل على المعدل المرجعي المطبق بإضافة المعدل المطبق للسوق ما بين البنوك ($ر_١$) إلى هامش .

$$ر = ر_١ + الهامش$$

يمثل الهامش الذي حدد ب٢.٢% قسط التأمين لخطر تقلبات أسعار الفائدة المخصصة للمستثمرين .

- **المرحلة الثانية :** والتي تكمن في تحديد سعر السند آخذين بعين الاعتبار المدة الغير الكاملة الماضية بالنسبة للسنة الجارية حيث نتحصل في هذه الحالة على السعر المحوري :

$$السعر\ المحوري = \frac{السعر + ق}{(١ + ر)^{١-ج}} - ف\ م$$

السعر = السعر المحسوب سابقا .

ق = معدل الفائدة للقسيمة بالنسبة للسنة الكاملة .

ج = الجزء الماضي من السنة منذ تسديد آخر قسيمة .

ف م (Le coupon couru) = قيمة الفائدة منذ تسديد آخر قسيمة إلى غاية يوم الشراء أو البيع .

$$ف\ م = \frac{ق \times م}{٣٦٥}$$

م = عدد الأيام الماضية منذ تسديد آخر قسيمة إلى غاية يوم الشراء أو البيع .

يبقى السعر المحوري المحسوب أثناء اجتماع اللجنة صالحا لمدة أسبوع .

- **المرحلة الثالثة :** وهي المرحلة المتمثلة في نشر الأسعار والتي تتم كما يلي :

$$السعر\ النهائي = السعر\ المحوري + ف\ م$$

تنشر بالتالي أسعار الشراء أو البيع على مستوى البنوك المكلفة بالعملية بالطريقة التالية :

الشراء	البيع
السعر النهائي – هامش٢	السعر النهائي + هامش٢

يمثل الهامش٢ عمولة البنك بالنسبة لكل عملية منجزة والتي قدرت ب ٠.٥% .

أ-٣- تطور أسعار القرض السندي سونطراك

لقد عرفت سندات سونطراك منذ تسعيرها خارج البورصة تغيرات طفيفة في أسعارها التي تراوحت في بداية العملية من (١٠١.٤٤%) إلى (١٠١.٥٠%) .

يرجع هذا التغير في الأسعار إلى تغير المعدل المرجعي الذي يرتكز أساسا على معدل السوق ما بين البنوك (Taux du marché interbancaire) الذي ارتفع من ١٠.٣٠% (شهري جوان ، جويلية ١٩٩٨) إلى ١٠.٥٠% (ابتداء من شهر سبتمبر) مما أدى إلى انخفاض أسعار سندات سونطراك إبتداءا من الحصة العاشرة .

وعموما فإن سعر هذه السندات خلال المرحلة قبل التسعيرة الرسمية قد تراوح ما بين ١٠٠.٧% إلى ١٠٥.٨٦% وذلك إبتداءا من ٢٢ جوان ١٩٩٨ إلى غاية ١٤/١٠/١٩٩٩ .

أما عن حجم العمليات المنجزة خلال هذه الفترة فقد قدر ب ٥١,٣٢٩,٠٠٠.٠٠ دج شراءا و ١٧٤,٢٣٩,٠٠٠.٠٠ دج بيعا .

إن الهدف الرئيسي الذي كان يرجى من تسعير سندات سونطراك إنما يكمن أساسا في ضمان سيولة هذه الأخيرة تبعا لما جاء في الاتفاقية المبرمة بين البنوك المشكلة للجنة النقابية (Comité de syndication) وشركة سونطراك وهذا في مرحلة أولى ، أما في المرحلة الثانية فنظرا لضعف العمليات المنجزة من جهة ومحاولة مواكبة تطورات أسعار الفائدة من جهة أخرى ، إضافة إلى هدف ضمان ديناميكية أكبر لهذه السوق قررت لجنة التسعير وبعد مشاورات عديدة تغيير السعر الأساسي للسعر المرجعي ألا وهو معدل السوق ما بين البنوك ، بسعر آخر متمثل في السعر المتوسط لسندات الخزينة (٣ أشهر ، ٦ أشهر وسنة) ، وذلك إبتداء من نهاية جانفي سنة ١٩٩٩ وبعد استحقاق أول قسيمة بتاريخ ٠٤ جانفي ١٩٩٩ ، وهكذا انتقل السعر من ١٠٠.٧٠ إلى ١٠٥.٨٦.

ب- التسعيرة الرسمية << لسندات سونطراك >> : (إبتداء من ١٨ أكتوبر ١٩٩٩)

بعد الرياض سطيف وصيدال ، التحقت سندات سونطراك بالتسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر وذلك ابتداء من تاريخ ١٨ أكتوبر ١٩٩٩ .

إن الإجراء المتبع لإدخال هذه السندات إلى البورصة هو الإجراء العادي(١) ، وذلك بعد أن توفرت في هذه الأخيرة كل الشروط المنوطة في القانون العام للبورصة :

- مبلغ إصدار يفوق ١٠٠,٠٠٠.٠٠٠ دج يوم الإدخال .
- عدد يفوق مائة (١٠٠) حائز لهذه السندات .

أما عن سعر الإدخال فقد حدد ب(١٠٩.٢)(٢) دج ، إضافة إلى الفوائد المتراكمة إبتداء من ٠٤ جانفي إلى غاية يوم العملية .

تتم المفاوضات على مستوى شركة إدارة بورصة القيم (SGBV) كل يوم إثنين صباحا (من ٩ سا ٣٠ د إلى ١٠ سا ٣٠ د) وذلك وفقا للتسعيرة الثابتة (Le fixing) .

- **كميات المفاوضة :**

حددت الحصص النظامية (Lot régulier) الإجبارية للمفاوضة بما يعادل (١٠٠,٠٠٠) دج كقيمة إسمية ، إذ لا تقبل الأوامر المقدمة من طرف الوسيط في العمليات البورصية إذا ما قلت الكميات المطلوبة أو المعروضة عن حد الحصة النظامية.

- **عمليات الكتل :**

الكتل أو الكتلة هي الكميات القصوى للشراء أو البيع التي يمكن أن يتقدم بها الوسيط ؛ وقد قدرت في هذه الحالة ب(٣,٠٠٠.٠٠٠) دج أي ما يعادل ثلاثين (٣٠) حصة نظامية .

- **حجم العمليات المحققة** قدر الى غاية ٢٧ جوان ٢٠٠٠ ب ٤٠١,٧٢٣,١٠٠ دج أي ما يعادل ٣٧٢٥ سند متبادل .

---

(١) أنظر ص- ٢١٥- من هذه الرسالة .
(٢) النسبة المئوية بالنسبة للقيمة الإسمية .

المطلب الثاني : << الرياض سطيف >> رفع رأس المال باللجوء العلني للإدخار .

١ ـ تقديم شركة << الرياض سطيف >>

يعود إنشاء شركة << الرياض سطيف >> إلى سنة ١٩٨٣ بعد إعادة هيكلة المؤسسة العمومية للسميد ، المطاحن ، العجائن الغذائية والكسكسي المعروفة آنذاك باسم SEMPAC ، حولت بعدها هذه المؤسسة (سنة ١٩٩٠) إلى شركة أسهم قدر رأسمالها الإجتماعي ب(١٠٠ مليون دج).

تمس أهم فروع نشاط الرياض سطيف : طحن الحبوب ، إنتاج وتسويق السميد ، الدقيق ، العجائن الغذائية الكسكسي وكل البضائع الأخرى التي تخص الصناعات الغذائية ، هذا إضافة إلى نقل البضائع ، الإنجاز والصيانة الصناعية واستغلال الأراضي في الجنوب .

في سنة ١٩٩٣ ، إرتفع الرأسمال الإجتماعي للشركة الذي بلغ (٨٥٠ مليون دج) حيث حول هذا المبلغ بكامله في سنة ١٩٩٤ لصالح صناديق المساهمة للصناعات الفلاحية ـ الغذائية Fonds de participation des industries agro-alimentaires

أما في سنة ١٩٩٧ ووفقا للمرسوم التشريعي رقم٩٥-٢٥ الصادر في سبتمبر ١٩٩٥ المتعلق بتسيير رؤوس الأموال المتنقلة للدولة Capitaux marchand de l'état فقد حولت كل أسهم الرياض سطيف إلى الشركة القابضة العمومية الزراعية الغذائية الأساسية Holding agro-alimentaire de base.

منذ أكتوبر١٩٩٧ أصبحت الذمة المالية وأنشطة المؤسسة مسيرة ومستغلة من طرف عشر (١٠) شركات مساهمة :

- طحن الحبوب : ٠٧ شركات .
- نقل البضائع : ٠١ شركة .
- الإنجاز والصيانة الصناعية : ٠١ شركة .
- استصلاح الأراضي الفلاحية : ٠١ شركة .

كما تملك الرياض سطيف نسبة ٢٠% من أسهم شركة الهندسة وصناعة التجهيزات المحدد رأسمالها ب (٦٣,٠٠٠,٠٠٠ دج) التي أنشأت بحصص متساوية بين مؤسسات الرياض الجزائر ، قسنطينة ، سيدي بلعباس ، تيارت وسطيف .

تستغل الرياض سطيف حاليا٣٢٠١ عونا منهم ٢٧٠٠ (٨٤%) موجه للنشاط الرئيسي بينما يشرف على التسيير ٣٢٦ إطار .

يتكون الرأسمال الإجتماعي الأساسي لهذه الشركة من (٤,٠٠٠.٠٠٠)[1] سهم بقيمة إسـمية (١٠٠٠دج) ، الذي تم رفعه إلى (٥,٠٠٠.٠٠٠) سهم بقيمة (١٠٠٠دج) للسهم بعد اختتام عملية اللجوء العلني للإدخار .

تعتزم مؤسسة الرياض سطيف الشروع في تحقيق برنامج استثماري يرتكز على ثلاث محاور :

- تنمية إنتاج السميد ، الدقيق والعجائن الغذائية .
- مكننة التوضيب والإرسال على مستوى المطاحن .
- تألية الإنتاج وإدخال النظام المعلوماتي في تسيير الشركات التابعة .

سيتم تحقيق هذا البرنامج بفضل الموارد المترتبة عن عملية اللجوء العلني للإدخار ، وعن طريق التمويـل الإضافي الخارجي .

٢ـ شركة << الرياض سطيف >> والدخول إلى البورصة

تقرر دخول << الرياض سطيف >> إلى البورصة ، في إطار برنامج خوصصة المؤسسات العموميـة المحدد من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNEP).وذلك في اجتماعه يوم ٠٥ فيفـري ١٩٩٨ على إثر هذا القرار ، تم اجتماع الجمعية العامة الغير عادية للشركة وذلك يـوم ٢٩ أفريـل ١٩٩٨ ، حيث قرر رفع رأسمال << الرياض سطيف >> باللجوء العلني للإدخار.

يخص هذا الإرتفاع مليون (١,٠٠٠.٠٠٠) سهم ، بقيمة إسمية ١٠٠٠ دينار للسهم .

إن هذه الأسهم إسمية ، عادية ، محررة كليا للإكتتاب وقابلة للتنازل ، فهي تخول لحاملها حق الإنتخاب في الجمعيات العامة ، الحق في أرباح الأسهم وكذلك الحق في الربح الإضافي في حالة التصفية .

بهدف تشجيع الشراكة الخاصة ، فإن الشركة القابضة الزراعية الغذائية الأساسية ، قد تنازلت عن حقوقـها الإمتيازية للإكتتاب في هذه العملية .

إن زيادة رأسمال الرياض سطيف عن طريق إصدار أسهم جديدة لدى الجمـهور تـهدف إلـى تمويـل تنميـة القدرات الإنتاجية وعصرنة التجهيزات المحيطة بسيرورة التصنيع والتي تسمح للشركة بتحسـين ظـروف تراكم الأرباح على المدى المتوسط والطويل .

يتم الحصول على الأسهم لدى شبابيك البنوك التي كونت نقابة خصيصا لـهذه العمليـة ، يـأتي علـى رأسـها بنك الفلاحة والتنمية الريفية << BADR>> بصفته مقدم الصف Chef de fil ، والـذي يضمـن النهايـة الحسنة لعملية التوظيف .

---

(١) شركة مساهمة رأسمالها ٤,٠٠٠.٠٠٠.٠٠٠ دج

٢ـ أ- مميزات العملية:

- ➢ مبلغ الإصدار: يتكون الرأسمال الإجتماعي من ٤,٠٠٠.٠٠٠ سهم ، ترفع إلى ٥,٠٠٠.٠٠٠ بموجب اللجوء العلني للإدخار ، بقيمة ١٠٠٠ دج للسهم . يمثل ال ١,٠٠٠.٠٠٠ سهم المقرر إصداره ٢٠% من رأس المال بعد رفعه .
- ➢ سعر الإصدار: ٢٣٠٠.٠٠ دج للسهم . تم تحديد هذا السعر على أساس أشغال مكاتب الخبرة للأساتذة «زادي محند» و «بن ميمون بشير»[1] .
- ➢ شكل الأسهم: إسمية .
- ➢ الإنتفاع بالأسهم: يتم الإنتفاع بالأسهم محل الإصدار إبتداءا من ٠١ نوفمبر ١٩٩٨ .
- ➢ فترة الإكتتاب: من ٠٢ نوفمبر إلى غاية ١٥ ديسمبر ١٩٩٨ .
- ➢ هدف الإصدار: تهدف زيادة رأسمال الشركة من خلال اللجوء العلني للإدخار إلى تنويع عدد المساهمين وكذلك الإنطلاق في تأهيل السوق والشروع في برنامج التنمية وعصرنة الطاقات الصناعية .
- ➢ رقم التأشيرة: تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ٩٨/٠١ المؤرخة في ١٩٩٨/٠٦/٢٧ .
- ➢ آخر أرباح الأسهم المدفوعة: تمثل الحصة التي خصصت لأرباح أسهم سنة ١٩٩٧ ٥٢٠,٠٠٠.٠٠٠ دج أي ما يعادل ٥٩.٩١% من الربح الصافي المحقق ، سواء (٨٦٧,٩٢١.٠٠٠ دج) حيث قدر ربح السهم الواحد ب ١٣٠ دج أي ١٣% من القيمة الإسمية .

٢ـ ب- نتائج العملية :

<u>ملخص حول عملية اللجوء العلني للإدخار</u>

<u>توزيع الأسهم حسب مختلف المكتتبين</u>

١. **عدد استمارات**: ٥٥٦٦

٢. **عدد المكتتبين**: **5180**

---

(١) خبيرين محاسبين ومحافظي حسابات معتمدين .

التعريف	عدد المكتتبين	عدد الأسهم
١.الأشخاص المعنويين الخواص ٢. الأشخاص الطبيعيين ٣. البنوك	٦٨ ٥١٠٦ ٦	٦٣٠٨٢ ٣٩٥٨٤٤ ٥٤١٠٧٤
المجموع	٥١٨٠	١,٠٠٠.٠٠٠

٣.ب- عدد استمارات الاكتتاب بالأصناف

الصنف	سهم واحد	٢إلى ٢٠	٢١إلى ٩٩	١٠٠إلى ٣٩٩	٤٠٠ إلى ١٥٠٠	١٥٠١إلى ٢٠٠٠	المجموع الكلي
المجموع	١٠١٩	٢٦٦٠	٨٨٢	٧٣١	٢٣٠	٤٤	٥٥٦٦
%	%١٨,٣١	%٤٧.٤٩	%١٥.٨٥	%١٣,١٣	%٤.١٣	٠.٧٩	%١٠٠.٠٠

المصدر : شركة الرياض سطيف

٤-ب- عدد المكتتبين والأسهم في كل ولاية (باستثناء البنوك)

يبين الجدولين السابقين أن عملية رفع رأسمال شركة << الرياض سطيف >> ، لم تحظى بنجاح كبير وسط الجمهور المتعاملين ، إذ لم يتم تصريف إلا ٥١ % من الإصدار الكلي . أما الباقي فقد تم اكتتابه من طرف البنوك المشكلة لنقابة التوظيف (Syndicat de placement) ، التي تعهدت في هذا الإطار بضمان النهاية الحسنة للعملية .

٣- السوق الثانوي لأسهم الرياض سطيف:

تعد أسهم الرياض سطيف ، أول الأسهم التي تقرز تسعيرها في ببورصة الجزائر وذلك بعد دراسة الملف دراسة معمقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والإقرار بتوفر الشروط الضرورية للتسعير في البورصة ألا وهي :

- رأسمال الشركة يفوق ١٠٠,٠٠٠.٠٠٠ دج .
- توزيع الأسهم على أكثر من ٣٠٠ مساهم يوم الإدخال .

تمت أول تسعيرة لأسهم الرياض سطيف يوم ١٣ سبتمبر ١٩٩٩ وهو يعد يوم تاريخي لبورصة الجزائر بصفته أول يوم تفتح فيه أبواب مقصورة البورصة لمختلف الوسطاء في عمليات البورصة بهدف تسعير الأسهم .

أما عن سعر الإدخال فقد حدد بنفس سعر الإكتتاب على مستوى السوق الأولي أي ما يعادل ٢٣٠٠ دج .

يمثل سعر الإدخال (٢٣٠٠ دج) السعر القاعدي للمفاوضات أثناء الجلسة الأولى للتسعيرة التي تتم وفقا لطريقة التسعيرة الثابتة كل يوم إثنين من الساعة إلى الحادية التاسعة والنصف إلى الساعة العاشرة ونصف صباحا .

يخضع السعر القاعدي بعد ذلك إلى تغيرات مستمرة أثناء الجلسة وفقا لقوى العرض والطلب إلى أن يتم في آخر الجلسة تحديد سعر التوازن[1] ، الذي يتم وفقه إبرام كل عمليات الشراء والبيع .

يمثل سعر التوازن المحقق في آخر الجلسة ، السعر القاعدي بالنسبة للجلسة الموالية وهكذا ... .

- **حجم العمليات المنجزة:** قدر الى غاية ٢٧ جوان ٢٠٠٠ ب ١٣٣,٢٨٣,٣٢٥.٠٠ دج, أي ما يعادل ٥٧,٦٥٨ سهم متبادل.

<u>المطلب الثالث:</u> << مجمع صيدال >> إجراء العرض العمومي للبيع

١- <u>تقديم مجمع صيدال:</u>

انبثق المجمع الصناعي صيدال عن إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية صيدال ، وذلك بتاريخ ٠٢ فيفري ١٩٩٨ .

تهتم هذه المؤسسة عموما بإنتاج ، إستيراد ، تصدير وتسويق المنتوجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل إما مواد أولية ، منتوجات نصف مصنعة أو منتوجات تامة للإستعمال البشري والبيطري .

تضم صيدال ثلاث فروع للإنتاج ووحدتين للخدمات :

- فرع المضادات الحيوية Antibiotical
- فرع فارمال Pharmal
- فرع بيوتيك Biotic.

- الوحدة التجارية للوسط .
- وحدة البحث والتطوير في الأدوية والتقنيات الصيدلانية .

---

(١) سعر التوازن بالنسبة للجلسة الأولى لأسهم الرياض سطيف قدر ب ٢٣٤٠ دج أي ارتفاع طفيف (٤٠ دج) مقارنة بسعر الإدخال .

كما يمتلك هذا المجمع مساهمات في رأسمال المؤسسات التالية :

- فايزر فارم الجزائر Pfizer Pharm Algérie.
- سوميدال Somedial .GPE
- ألداف Aldaph Novonordisk
- سوريفال Sorephal
- أكديما Acdima
- نوفر Nover

يتميز سوق الأدوية في الجزائر بحجمه المرتفع نسبيا ، إذ لا يزال الإنتاج الوطني تحت احتكار صيدال ، إذ يغطي ٣٥% من حاجيات السوق الجزائري .

في هذا الإطار تهدف صيدال على المدى المتوسط إلى تعزيز مكانتها في السوق ، وهذا لاحتلال ٥٠% من هذا الأخير عن طريق :

- تعديد منتوجاتها .
- توفير أدوية منافسة على مجال الجودة والسعر .
- تظافر وتكثيف المجهودات في ميدان التسويق والإعلام الطبي .

يقدر الرأسمال الإجتماعي لمؤسسة صيدال ب٢,٥٠٠,٠٠٠.٠٠٠,٠٠ دج موزع على ١٠,٠٠٠.٠٠٠ سهم بقيمة إسمية تقدر ب ٢٥٠ دج للسهم .

٢- مجمع صيدال والدخول إلى البورصة :

اتخذ قرار إدخال مجمع صيدال إلى بورصة القيم من طرف اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة (CNEP) بتاريخ ١٨ جوان ١٩٩٨ ، متبوعة باللجنة العامة الغير عادية لمساهمي الشركة العمومية الوطنية صيدال بتاريخ ٢٢ جوان ١٩٩٨ .

تم فتح رأسمال مجمع صيدال عن طريق العرض العمومي للبيع الذي يخص ٢٠% من الرأسمال الإجتماعي أي ما يعادل ٥٠٠ مليون دينار موزعة على ٢,٠٠٠.٠٠٠ سهم بقيمة إسمية قدرها ٢٥٠ دج للسهم . أما باقي رأس مال المجمع أي ٨٠% فيبقى ملك للشركة القابضة العمومية كيمياء – صيدلة .

٢- أ- مميزات العملية :

➢ مبلغ الإصدار : يقدر الرأسمال الإجتماعي لمجمع صيدال ب٢,٥٠٠,٠٠٠.٠٠٠ دج عرض منه ٢٠% إلى الجمهور المتعاملين أي مليوني ٢,٠٠٠.٠٠٠ سهم .

- سعر الإصدار : ٨٠٠ دج للسهم .
- شكل الأسهم : الأسهم المصدرة هي أسهم عادية ، إسمية محررة كليا .
- فترة الإكتتاب : من ١٥ فيفري إلى ١٥ مارس ١٩٩٩ .
- تاريخ التمتع أو الإنتفاع : إبتداءا من ١٥ فيفري ١٩٩٩ .
- رقم التأشيرة : تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ٩٨/٠٤ بتاريخ ١٩٩٨/١٢/٢٤ .
- آخر أرباح الأسهم المدفوعة : تمثلت الأرباح المقررة من طرف الجمعية العامة العادية ل ٢٩ جوان ١٩٩٨ في ١٢.٣%(١) من الأرباح الصافية للنشاط السنوي المنجز .
- تكاليف العملية : قدرت ب ٧٨ مليون دينار جزائري .
- الوسيط المكلف بالعملية : المؤسسة المالية العامة SOGEFI .
- حدود الطلب :
  - الأشخاص الطبيعيون :
    - ✓ موظفو مجمع صيدال: ٤٠ سهم على الأكثر .
    - ✓ أشخاص طبيعيون آخرون: ٢٠٠٠ سهم على الأكثر .
  - الأشخاص المعنويين :
    - ✓ المؤسسات العمومية : ٣٠٠,٠٠٠ سهم على الأكثر و ٤٠٠٠ سهم على الأقل.
    - ✓ أشخاص معنويين آخرين: ٣٠,٠٠٠ سهم على الأكثر و ٤٠٠ سهم على الأقل

٢-ب- <u>نتائج العرض العمومي للبيع</u>

العرض العمومي للبيع المتضمن ٢,٠٠٠,٠٠٠ سهم لمجمع صيدال ، التابعة للشركة القابضة العمومية كيمياء صيدلة صرح به إيجابي ، حيث فاق الطلب العرض بمعدل ٣٣.٠٩%(٢).

---

(١) ما يقدر ب(٥٠,٠٠٠,٠٠٠ دج) .
(٢) حسب الإحصائيات المقدمة من طرف مجمع صيدال

ب-١ - التجزئة الإبتدائية و النهائية للعرض العمومي للبيع

	التجزئة البدائية		التجزئة النهائية	
	عدد الأسهم	النسبة	عدد الأسهم	النسبة
(أ) مؤسسات عمومية مالية[١]	٦٠٠,٠٠٠	%٣٠	١٠٣,٠١١	%٠٥.١٥
(ب) أشخاص معنويين آخرين	٦٠٠,٠٠٠	%٣٠	٨٥,٢١٥	%٤.٤٦
(ج) موظفو صيدال	١٠٠,٠٠٠	%٥	١٦,٥١٤	%٠.٨٣
(د) أشخاص طبيعيون آخرون	٧٠٠,٠٠٠	%٣٥	١,٧٩١,٢٦٠	%٨٩.٥٦
المجموع	٢,٠٠٠.٠٠٠	%١٠٠	٢,٠٠٠.٠٠٠	%١٠٠

ب-٢- حجم الطلب (عدد الأسهم)

	حجم الطلب	المقبول	المرفوض
جزأ (أ)	٧١٧,٥٠٠	٢٩٢,٥٠٠	٤٢٥,٠٠٠
جزأ (ب)	٣٠٨,٧١٥	٨٩,٢١٥	٢١٩,٥٠٠
جزا (ج)	١٦,٥١٤	١٦,٥١٤	٠٠
جزأ (د)	١,٨٠٨,٦٨٤	١,٧٩١,٢٦٠	١٧,٤٢٤
المجموع	٢,٨٥١,٤١٣	٢,١٨٩,٤٨٩	٦٦١,٩٢٤

من خلال هذه الإحصائيات يتضح أن أسهم مجمع صيدال جمعت كل شروط القبول في التسعيرة المبينة في التنظيمات و القوانين العامة للبورصة وهي :

- توزيع ٢٠% من رأس مالها .
- التوزيع على اكثر من ٣٠٠ مساهم .

(١) هيآت التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ، صناديق التقاعد ، شركات التأمين وإعادة التأمين ، مؤسسات القرض الوسطاء المعتمدين في القيم المنقولة

٣ـ مجمع صيدال والتسعير في بالبورصة

بعد قيام صيدال بإجراء العرض العمومي للبيع الذي أعلن عنه بالإيجابي ، وبعد تحقيق كل الشروط اللازمة للتسعير بالبورصة ، جاءت مرحلة أخرى تتمثل في تحضير ملف قبول أسهم صيدال للتداول في البورصة طبقا لنظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم ٩٧-٠٣ المؤرخ في ١٧ رجب ١٤١٨ الموافق ل١٨ نوفمبر ١٩٩٧ .

تم تقديم الملف كاملا إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ ٩ ماي ١٩٩٩ وبعد الدراسة التي قامت بها هذه الأخيرة معتمدة في ذلك على مراقبة مدى انتظام الحالة القانونية للمؤسسة منذ تأسيسها ، انتظام شروط الإصدار ومدى قابلية تداول الأسهم موضوع الطلب ، أعلنت نتيجة القرار بمنح رخصة الإنظمام لتداول أسهم صيدال في البورصة بتاريخ ٢٤-٠٥-١٩٩٩ وهذا بسعر إدخال ٨٠٠ دج .

وقد بدأت أول عمليات التفاوض على مستوى البورصة يوم الإثنين ١٣ سبتمبر ١٩٩٩ وفقا للتسعيرة الثابتة (Le fixing) ، أين تم تلاقي أوامر البيع مع أوامر الشراء لفترة محددة[1] . أما سعر التوازن المتحصل عليه من جراء تلاقي عروض البيع والشراء ، فقد تراوح ما بين ٨٢٠ إلى ٨٢٥ دج .

➢ **حجم العمليات المنجزة :** قدرالى غاية ٢٧ جوان ٢٠٠٠ ب ٦٣,٦٣٨,٣٤٥.٠٠ دج أي ما يعادل ٧٩,٤٥٦ سهم متبادل.

المطلب الرابع : العرض العمومي للبيع لفندق الأوراسي

١ـ تقديم فندق الأوراسي

الأوراسي فندق ذات خمسة نجوم تم تدشينه يوم ٠٢ ماي ١٩٧٥ ، وقد كان محل تجديد وإعادة تجهيز سنة ١٩٨٨ ، في ١٢ فيفري ١٩٩١ أضفي هذا الفندق طابع شركة ذات أسهم . أما في سنة ١٩٩٥ وبهدف تشديد القدرة المالية وتحقيق البرامج التنموية فقد قامت هذه الشركة برفع رأسمالها عن طريق ضم أو إدماج فارق إعادة التقييم (Incorporation de l'écart de réévaluation) ، حيث مر هذا الأخير من (٤٠) مليون دينار جزائري إلى (١.٥) مليار دينار جزائري .

تتجمع في هذا الفندق قدرات تقنية جد هامة مما جعله يحتل مرتبة معتبرة في الصف الأول للفنادق الجزائرية.

---

(١) مدة ساعة (من الساعة التاسعة ونصف إلى الساعة العاشرة ونصف صباحا).

➢ **حدود الطلب:**

- **الأشخاص الطبيعيين**
  - ✓ موظفو الفندق : ١٠٠ سهم على الأكثر .
  - ✓ أشخاص طبيعيين آخرين : ٢٠٠٠ سهم على الأكثر .
- **الأشخاص المعنويين**
  - ✓ المؤسسات العمومية : ١٠,٠٠٠ سهم على الأقل و١٠٠,٠٠٠ على الأكثر .
  - ✓ أشخاص معنويين آخرين : ٢٠٠ سهم على الأقل و ٢٠,٠٠٠ على الأكثر .

٢ - ب- <u>نتائج العرض العمومي للبيع</u>

بعد انتهاء فترة العرض العمومي وإجراء المداولات الرسمية صرحت شركة إدارة بورصة القيم بأن العرض إيجابي ، حيث فاقت نسبة الطلب ، نسبة العرض بما يقدر ب ١٢٣٧ سهم .

كما تبين من خلال الإحصائيات أن أسهم فندق الأوراسي شملت كل الشروط الضرورية للتسعير بالبورصة ولا سيما :

- توزيع ٢٠% من رأسمال الفندق
- توزيع ال٢٠% من الأسهم على أكثر من ٣٠٠ مساهم .
-

ب-١: مقارنة بين التجزئة الإبتدائية والتجزئة النهائية للعرض العمومي لبيع

الجزء	التجزئة الإبتدائية		التجزئة النهائية	
	عدد الأسهم	النسبة	عدد الأسهم	النسبة
(أ)	١٨٠,٠٠٠	%١٥	٩٠,٠٠٠	%٧.٥
(ب)	٢٤٠,٠٠٠	%٢٠	١٠٧,٠٠٠	%٨.٩
(ج)	٦٠,٠٠٠	%٥	٢,٠٧٠	%٠.٢
(د)	٧٢٠,٠٠٠	%٦٠	١,٠٠٠,٩٣٠	%٨٣.٤
المجموع	١,٢٠٠,٠٠٠	%١٠٠	١,٢٠٠,٠٠٠	%١٠٠

يعتبر فندق الأوراسي مؤسسة عالية الأداء ، يتضح من خلال رقم الأعمال المحقق لسنة ١٩٩٨ والذي قدر ب (٨٩٣) مليون دينار جزائري (زيادة ٣٠% بالنسبة لسنة ١٩٩٧) ، أما الرأسمال الإجتماعي الحالي لفندق الأوراسي فيقدر ب(١.٥) مليار دينار جزائري موزع على (٦) مليون سهم بقيمة (٢٥٠) دج للسهم الواحد، ممتلكة كليا من طرف الشركة القابضة العمومية للخدمات .

٢- **<u>قبول فندق الأوراسي في البورصة</u>**

مثل الرياض سطيف ومجمع صيدال ، يدخل قرار قبول فندق الأوراسي بالبورصة في إطار قرارات اللجنة الوطنية للمساهمات الدولة الخاصة بالخوصصة الجزئية للمؤسسات العمومية ، وذلك في اجتماعه يوم ٠٥ فيفري ١٩٩٨ .

يهدف فندق الأوراسي من خلال عملية العرض العمومي لبيع ٢٠% من أسهمه إلى تجسيد وتوفير جزء من رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق البرنامج الطموح المرسوم في إطار تجديد الشركة والذي يمتد إلى غاية سنة ٢٠٠٥ .

٢-أ- **<u>مميزات العملية</u> :**

- **مبلغ الإصدار:** ٢٠% من الرأسمال الإجتماعي للشركة أي ما يعادل ١,٢٠٠,٠٠٠ سهم بقيمة إسمية (٢٥٠) دج للسهم الواحد . أما ٨٠% الباقية من الرأسمال الإجتماعي فهي تمثل حصة الدولة عن طريق المؤسسة القابضة العمومية للخدمات .
- **سعر الإصدار:** ٤٠٠ دج للسهم الواحد ، وهو أقل سعر عرضته البورصة إلى حد الآن .
- **شكل ونوعية الأسهم:** أسهم عادية محررة كليا ، على شكل أسهم إسمية .
- **فترة الإكتتاب :** من ١٥ جوان إلى ١٥ جويلية ١٩٩٩ .
- **تاريخ الإنتفاع (Date de jouissance) :** إبتداءا من ٠١ جانفي ١٩٩٩ .
- **رقم تاشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : ٩٩/٠١ ل ٢٤ ماي ١٩٩٩ .**
- **آخر أرباح الأسهم المدفوعة :** قررت الجمعية العامة ل ٢١ جوان ١٩٩٨ تخصيص قيمة ٤٠,٠٠٠,٠٠٠ دج من أرباح سنة ١٩٩٧ لتوزيعها على المساهمين . تمثل هذه القيمة ٥٢.٩٢% من الأرباح المحققة .
- **تكاليف العملية :** قدرت بمبلغ ٥٢,٣٧٠,٠٠٠ دج
- **الوسيط المكلف بالعملية :** الراشد المالي .

ب-٢: حجم الطلب (عدد الأسهم)

الجزء	حجم الطلب	المقبول	المرفوض
(أ)	٢٦٧,٥٠٠	٩٠,٠٠٠	١٧٧,٥٠٠
(ب)	٣٩٠,٥٩١	١٠٧,٠٠٠	٢٨٣,٥٩١
(ج)	٢,٠٧٠	٢,٠٧٠	٠
(د)	١,٣٤١,٠٧٦	١,٠٠٠,٩٣٠	٣٤٠,١٤٦
المجموع	٢,٠٠١,٢٣٧	١,٢٠٠,٠٠٠	٨٠١,٢٣٧

٣ - <u>أسهم الأوراسي والتسعير بالبورصة</u>

بعد النجاح الذي سجلته عملية العرض العمومي للبيع بالنسبة لهذه الأسهم على مستوى السوق الأولي وتحقيقها للشروط الضرورية للتسعير على مستوى السوق الثانوي فقد تمت هذه العملية الأخيرة فعليا بتاريخ ١٤ فيفري ٢٠٠٠ وهو تاريخ دخول فندق الأوراسي إلى البورصة بسعر ٤٠٠ دج للسهم .

إن الهدف الرئيسي من التسعير على مستوى السوق الثانوي إنما يكمن في ضمان السيولة الكافية لهذه الأسهم ، وفي هذا الإطار فإننا نشير إلى أنه قد تم إبرام عقد سيولة بين فندق الأوراسي والراشد المالي كوسيط في العمليات البورصية .

يتمكن << الراشد المالي >> من خلال هذا العقد من التدخل على مستوى السوق الثانوي خلال جلسات المفاوضة بصفته شار أو بائع حسب الوضعية ، كلما إستوجب الأمر ذلك بهدف ضمان حد معين من سيولة هذه الأسهم ومساندة سعر السوق .

- **حجم العمليات المنجزة :** قدر إلى غاية ٢٧ جوان ٢٠٠٠ ب ١٣,٣٩٣,٨٨٠.٠٠ دج أي ما يعادل ٣٣,٧٠٧ سهم متبادل.

المطلب الخامس: مفاوضة القيم المنقولة ببورصة الجزائر.

١- نظام المفاوضة:

تعتبر بورصة الجزائر سوق ممركزة مسيرة بواسطة الأوامر ، حيث يتم التفاوض على القيم المتداولة فيها من خلال سوق رسمية موحدة ، لها وجود مادي بمقر شركة إدارة بورصة القيم الكائنة بشارع عميروش .

يلتقي الوسطاء في العمليات البورصية مرة واحدة في الأسبوع (كل يوم إثنين) لمقاربة أوامر الشراء والبيع للقيم المتداولة المعبر عنها من طرف العملاء .

يحضر الجلسة إضافة إلى الوسطاء في العمليات البورصية ممثلي لشركة إدارة بورصة القيم بصفتها طرفا أساسيا لتنظيم جلسات المفاوضة وممثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بصفتها طرف مراقبا للعمليات المتداولة داخل المقصورة .

٢- نظام التسعيرة

يأخذ النظام العام للتسعيرة ببورصة الجزائر بنظامين أساسين : التسعيرة المستمرة والتسعيرة الثابتة .
لكن في مرحلة أولى ونظرا للحجم الضئيل للعمليات المنعقدة وقلة عدد القيم المسعرة فقد تقرر[١] العمل بنظام التسعيرة الثابتة لمدة ساعة في اليوم ، لكل يوم إثنين من الأسبوع .
وفقا لهذه الطريقة يتم تلاقي كل أوامر الشراء والبيع للقيم المعنية خلال فترة الجلسة إلى أن يتم في آخر الجلسة تحديد سعر موحد لمجموع الصفقات المبرمة لكل قيمة متداولة ، ومن المنتظر تمديد فترة جلسات المفاوضة مستقبلا ، شيئا فشيئا مع تطور حجم المعاملات وازدياد عدد المؤسسات المسعرة ، إلى أن نصل إلى التسعيرة الرسمية .

٣- نظام المقاصة

تهتم المقاصة التي تتم في اليوم الرابع الموالي لجلسة المفاوضة بإنهاء العمليات المبرمة خلال جلسة المفاوضة . ويتم ذلك بدفع المبالغ المستحقة من طرف الوسيط المشتري وتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط البائع .

---

(١) قرار شركة إدارة بورصة القيم

يرأس جلسة المقاصة شركة إدارة بورصة القيم التي تسهر على السير الحسن لعمليات المبادلات بين الوسطاء .

وفي هذا الصدد نشير إلى أن هيآت البورصة[١] تعمل على بناء مشروع خاص بإنشاء << غرفة مقاصة >> يتم من خلالها تسوية كل العمليات بصفة أدق وأسرع .

يقوم نشاط هذه الغرفة أساسا على تنفيذ تحويل الأموال الناتجة عن التزامات الوسيط خلال جلسة المفاوضة التي تتزامن مع تسليم الأوراق المالية :

- إما على شكل شهادات مادية .
- أو عن طريق التسجيل في الحساب فقط [٢] وهو ما يسمى بـلا مادية الأوراق المالية La dématérialisation des titres التي تسمح باقتصاد الوقت وتسهيل العمليات ، حيث يتم تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين بموجب قيود تدون في سجلات الغرفة .

تعتبر القيود المدونة في سجلات الغرفة وحساباتها سواء كانت مدونة يدويا أو إلكترونيا ، وأي وثائق صادرة عنها دليلا قانونيا على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها وعلى تسجيل ونقل ملكية تلك الأوراق وتسوية أثمانها بين الوسطاء وذلك بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات[٣] .

تعمل شركات المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية بالبورصة إذا ، على تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقا للنظام الذي تضعه إدارة البورصة ويعتمد من طرف الهيئة[٤] .

---

(١) شركة إدارة بورصة القيم ، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، الوسطاء في العمليات البورصية ، القرض الشعبي الجزائري .
(٢) الحسابات المفتوحة لدى غرفة المقاصة والخاصة بالعملاء والوسطاء .
(٣) << الأوراق المالية مفاهيم وتطبيقات >> . الدكتور حسني خربوش ، الدكتور عبد المعطي رضا أرشيد والدكتور محفوظ أحمد جودة . ص-٢٠٦- ١٩٩٨ .
(٤) << دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية >> الدكتور طارق عبد العال ص-٤٣- ١٩٩٨

المبحث الثاني: معوقات بورصة الجزائر

إن المنهج الإشتراكي الذي سارت عليه الجزائر بعد الإستقلال أدى إلى محو كل العوامل والثقافات التي يقوم عليها النظام الإقتصادي الحر ، أين تتوفر كل الظروف الملائمة لإقامة نشاط الأسواق المالية.
غير أن هذا النظام كما سبق وأن أشرنا إليه قد أدى إلى إختلالات كبيرة على المستوى الكلي والجزئي للإقتصاد ، الشيء الذي أدى إلى ظهور حاجة ماسة لإجراء إصلاحات إقتصادية تهدف أساسا إلى التخلي عن النظام المتبع وتبني إقتصاد السوق الذي يحمل في معامله ضرورة إنشاء سوق مالية تضمن تأمين القنوات اللازمة لإنتقال رؤوس الأموال من الأعوان ذات الفوائض إلى الأعوان ذات العجز .
إن الإقبال على مثل هذه العملية بالجزائر مسألة غير سهلة تتطلب إجراء تعديلات كبيرة سواء على مستوى الإقتصاد الكلي أو الجزئي ، وذلك لمحاولة نزع جذور النظام الإشتراكي وزرع مكانها مظاهر الإقتصاد الرأسمالي القائمة على المنافسة وتشجيع المبادرات الخاصة .

المطلب الأول:العوامل المتعلقة بالإقتصاد الكلي

١ - المحيط السياسي:
يشكل المحيط السياسي أحد أهم العوامل الضرورية الواجب توفرها لإنشاء وفعالية وصيرورة بورصة الأوراق المالية ، حيث يبحث المستثمر أو المتعامل في هذه السوق عادة على عامل الآمان والمردودية بالدرجة الأولى ، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالإستقرار السياسي ، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب ، الإنقلابات السياسية ، والتغيرات المستمرة للسياسات والقوانين المتعامل بها .
تعيش الجزائر حاليا مرحلة سياسية متدهورة نوعا ما تتميز بعدم الإستقرار السياسي ، مما يساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية التي تقرر إنشاءها منذ سنة ١٩٩٠ ، لكنها لم تبدأ بالتعامل إلا مؤخرا وبصفة غير فعالة . لهذا فعلى السلطات الجزائرية أن تبذل قصار جهدها لمحاولة خلق محيط يسود فيه الإستقرار وثقة التعامل .
يضاف إلى ذلك الفراغ الملاحظ في بعض النصوص القانونية الخاص مثلا بالإستثمارات الأجنبية في سوق رؤوس الأموال الجزائرية وتحويل الفوائد والأرباح الموزعة .

٢-المحيط الإقتصادي:

إن إنشاء بورصة أوراق مالية في المحيط الإقتصادي الجزائري يستوجب القضاء على مجموعة من العراقيل المرتبطة أساسا ب: التضخم ، أسعار الفائدة ، السوق الموازية .

٢-أ- **التضخم:** تعرف ظاهرة التضخم بأنها: << عدم توازن اقتصادي ، متميز أساسا بارتفاع عام في الأسعار وبتزايد تداول النقود >> (١) .

لقد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر ، الشيء الذي يظهر جليا كما ذكر في التعريف السابق على مستوى أسعار السلع والمنتجات وكذا على زيادة تداول الكتلة النقدية .

ورغم المجهودات المبذولة للضغط على المعدل المرتفع للتضخم والنتائج المحققة في السنتين الأخيرتين متى وصل هذا المعدل إلى نسبة خمسة بالمائة (٥%) ، إلا أنه يرجى التخفيض أكثر من هذه النسبة ، أو أكثر من هذه النسبة ، أو حتى المحافظة عليها في إطار الظروف الصعبة التي تمر بها البلاد .

يرتبط التضخم ارتباطا وثيقا بنشاط وفعالية السوق المالي ، إذ يؤثر ارتفاع معدل التضخم تأثيرا سلبيا على حجم العمليات البورصية حيث يدلي المتعامل الإقتصادي في مثل هذه الظروف اهتمامه الأكبر إلى التكاليف والأسعار الباهظة للسلع والخدمات ولن يفكر بتاتا في الإدخار أو التوظيف في الأوراق المالية .

٢-ب- معدلات الفائدة:

يبحث المستثمر عادة من خلال توظيف أمواله على تحقيق أكبر عائد ممكن ، لهذا فلابد أن يحقق الإستثمار في الأوراق المالية معدل عائد يكون أكبر أو مساو على الأقل لمعدل التضخم أولا ، ثم معدلات الفائدة التي تقدمها المؤسسات المالية الأخرى ثانيا .

وفي هذا الإطار فقد عملت الحكومة الجزائرية مؤخرا على تعديل معدلات الفائدة المقدمة من طرف البنوك ، بما يتوافق ومعدلات التضخم المسجلة مؤخرا ، لكن السؤال الذي يبقى مطروحا يتعلق بمعدلات الفوائد أو العوائد التي يمكن أن تقدمها المنتجات المتداولة في بورصة الأوراق المالية للجزائر ، التي يجب أن تأخذ بعين الإعتبار العاملين السابقي الذكر .

٢-ج- السوق الموازية:

تلعب السوق الموازية أو كما تسمى أيضا << السوق السوداء>> دورا كبيرا في تحقيق عوائد مرتفعة وفي أقل فترة ممكنة ، مما يشجع تداول رؤوس الأموال بصفة غير رسمية ، وفي نفس الوقت يعرقل كل المبادرات والتشجيعات المرتبطة بتوجيه الإدخار نحو الإستثمار .

---

(١) << الموسوعة الإقتصادية >> مجموعة من الإقتصاديين
إعداد وتعريب : عادل بعد المهدي ، د. حسن الهموندي ص-٧٥- الطبعة الأولى ١٩٨٠.

٣- غياب المنافسة:

لقد بقيت المنافسة بين المؤسسات الجزائرية تقريبا منعدمة طيلة الفترة السابقة ، بما أن كل عمليات الإنتاج ، التوزيع وتحديد الأسعار كانت مرتبطة بتطبيق الخطط الموضوعة . كما أن طبيعة ملكية مؤسسات القطاع الصناعي أدت إلى تكوين نوع من الإحتكار وبالتالي انعدام المنافسة بمعناها الحقيقي .
إضافة إلى وجود مثل هذه الحواجز التي تحطم جذور أي نوع من المنافسة ، من شأنها أن تعرقل (Défavorise) مستوى الفعالية والمردودية .
يعتبر تطوير بورصة للأوراق المالية في مثل هذه الظروف تقريبا مستحيل ولذا يجب العمل أكثر فأكثر على تشجيع المنافسة عن طريق فتح المجال للقطاع الخاص والمؤسسات الأجنبية ، وهذا ما تسعى حاليا الحكومة الجزائرية إلى تحقيقه بشكل تدريجي .

٤- **المؤسسات العمومية الإقتصادية:**

تعتبر المؤسسة الخلية الحية لإقتصاد أي بلد ، ففعاليتها تشكل فعالية الإقتصاد ككل ولاسيما الأسواق المالية التي تستمد فعاليتها هي أيضا من فعالية المؤسسات المسعرة في البورصة والتي تشكل الركيزة الأساسية لنشاط وديناميكية أي سوق مالي .
تتوقف فعالية المؤسسة على عدة عوامل نذكر من أهمها:

- إستقلالية القرار الإداري ،
- حق الملكية الذي يجب أن يعرف جيدا ،
- التسيير المحكم ،
- توفر الإطارات الكفء .

وفي هذا الصدد نشير إلى الوضعية السيئة التي تتواجد فيها معظم المؤسسات الجزائرية التي تزيد من تعقيد وعرقلة سير بورصة الجزائر ، إذا لا يمكن تسعير إلا المؤسسات التي تتميز بصحة مالية معتبرة . لذا يجب التركيز أولا في إطار هذه العملية على تطهير المؤسسات وتطوير فعاليتها المالية والتسييرية خاصة وأن هذه المهمة تتطلب وقتا طويلا نوعا ما ، كما أن النتائج لن تكون أبدا فورية .

٥- **تهميش القطاع الخاص:**

بهدف النهوض بنموها الإقتصادي والمحافظة على استقرارها الإجتماعي والسياسي أخذت الجزائر مثلها مثل معظم الدول النامية بعد حصولها على استقلالها بالإعتماد على استراتيجيات للتنمية تقوم على تدخل الحكومة في التسيير الإقتصادي ، ومن تم تعزيز القطاع العام وتهميش القطاع الخاص الذي اقتصر دوره على بعض القطاعات الإستهلاكية .

إن سيطرة الدولة على مجموع دوائر الحياة الإجتماعية أدى إلى الشلل الإقتصادي وشجع على عدم وجود عدالة إجتماعية بحيث لوحظ:

- غياب المنافسة وتشجيع الرداءة .
- غياب الأرباح وذلك بسبب عدم فعالية المؤسسات العامة الذي أدى إلى عجز حاد .
- عدم توازن الإقتصاد الكلي الشيء الذي انجرت عنه الديون الخارجية .

ومع نهاية الثمانينات بدأ البحث في دور الدولة في مجال التسيير الإقتصادي ، وبدأ التساؤل عن قدرة القطاع الخاص على النهوض بالتنمية الإقتصادية وبدت الحاجة ماسة إلى استعجال الإصلاحات الإقتصادية أين تعتبر الخوصصة أحد الحلول الرئيسية لتعزيز وتطوير الإقتصاد الجزائري .

تعد الخوصصة ذات أهمية أساسية بالنسبة لتأسيس وتنشيط الأسواق المالية حيث تسمح في هذا المضمون ب:

- توفير رؤوس أموال جديدة بواسطة بيع الأسهم بالنقد المحلي أو بالعملة الصعبة.
- تعزيز المنافسة وتحسين فعالية المؤسسات .
- جلب رؤوس أموال جديدة وبإدارة جديدة مرفقة بتكوين دائم وعام لتقنيات جديدة محركة للمؤسسات التي في طريقها إلى الخوصصة .

لهذا فعلى السلطات الجزائرية أن توفر وفي أقرب الآجال كل الإجراءات والشروط الضرورية لتطوير مثل هذا القطاع الذي سجل غيابا طويلا على الساحة الإقتصادية للجزائر .

وفي إطار تأسيس بورصة أوراق مالية بالجزائر يجب أن يلعب هذا القطاع دورا ملحوظا في الإصلاح الضروري وجلب ثقة المستثمرين الدوليين والوطنيين .

المطلب الثاني :العوامل المتعلقة بالإقتصاد الجزئي

١- عدم فعالية النظام المعلوماتي: Défaillance du système informationnel

يقوم إقتصاد السوق بالدرجة الأولى على طبيعة وتوفر مجموعة من المعلومات الضرورية التي تسمح للأعوان الإقتصاديين باتخاذ القرارات المناسبة فيما يخص إختيار المجال الأحسن ، الأوقات المناسبة ، التكنولوجيا الملائمة وغيرها من العوامل التي تسمح بتقليل التكلفة ورفع المردودية . لهذا فهم يحتاجون إلى المعلومات الخاصة بالطلب ، بالأسعار ، بالأسواق التي ينشطون فيها ، بالقدرة الشرائية وبالأوضاع الإقتصادية عامة .

أي نشاط إقتصادي إذا يحتاج إلى البحث والسعي إلى توفير المعلومات اللازمة ، وقد تكون المعلومات المتحصل عليها صحيحة كما قد تكون خاطئة وقائمة فقط على أساس الإشاعات ، وفي هذه الحالة تصبح الشبكة المعلوماتية الغير رسمية عاملا : تشوهها ومعرقلا للسير العادي للسوق .
وفي هذا الصدد فقد لوحظ نقص كبير في معظم البلدان النامية بما فيها الجزائر على مستوى نظام المعلومات الذي لم يلعب بتاتا الدور المنوط له ، كما كان غائبا تماما في بعض القطاعات الإستراتيجية ، والسؤال المطروح هنا هو:
هل بإمكان السلطات الجزائرية المعنية توفير نظام معلومات وافي ، شفاف وسهل المنال يمكن المستثمر من توجيه اختياره ، وتقييم أو تسيير حافظته بطريقة رشيدة ومؤمنة .
إن توفير نظام معلومات فعال ، يمكن المستثمر من كسب الخبرة والمعرفة اللازمة عن نوعية القيم المالية المتعامل بها ، شروط التعامل ووضعية المؤسسات المصدرة للأوراق المالية .
يشكل نظام المعلومات الفعال إذا شرطا ضروريا وأساسا لفعالية وكفاءة سوق الأوراق المالية ، إذ يمكن المتعاملين بهذه السوق من التنبؤ بالتغيرات المستقبلية وتحديد الإستراتيجيات الكفء للتوظيف ، وكذا اتخاذ قرارات الشراء أو البيع حسب الوضعية قبل حدوث أي اضطراب .

٢ـ غياب الثقافة التسييرية واستراتيجيات التسويق داخل المؤسسات:

بصفتها المتدخل الأساسي في سوق البورصة تطورت المؤسسات الجزائرية في محيط أين لم يكن لروح التسيير << Le management >> أو التسويق أي ضرورة للوجود .
لهذا فإن مسيري المؤسسات العمومية الجزائرية لم ينشغلوا أو يبالوا يوما بالأخطار التي تهدد كيان المؤسسات مثل ما هو الحال بالنسبة للبلدان ذات الإقتصاديات المتفتحة ، حيث كانت معظم المؤسسات الجزائرية تعمل في وضعية احتكار ، وبالتالي غياب أي شكل من أشكال المنافسة على مستوى السوق مما أدى إلى خنق كل المبادرات التنافسية أو الإبداعية .
أما فيما يخص القطاع الخاص فلم يشغل مكانة كبيرة على الساحة الإقتصادية ، ونظرا لمستوى الطلب الذي كان يفوق بشكل هائل مستوى العرض ، فإن كل منتوجات هذا القطاع كانت تصرف بصفة أتوماتيكية وسهلة دون الإحتياج للجوء إلى تقنيات التسيير أو التسويق .
وبالتالي فإن النظام الإقتصادي والمالي ،الذي سارت عليه الجزائر منذ إستقلالها إلى نهاية الثمانينات وضع المؤسسات الجزائرية في محيط خال من كل الأخطار المتعلقة بالمنافسة ، ضعف المردودية ، الإفلاس أو التصفية .

المبحث الثالث: الأبعاد والمقاييس والواجب اتخاذها لتطوير بورصة الجزائر

إن تطبيق السياسات المالية بأدواتها المختلفة في الجزائر لا يزال في مرحلته الإبتدائية ، كما أن مؤشرات المرحلة المستقبلية في ظل التغيرات الهائلة التي تشهدها البلاد من خلال الانتقال إلى اقتصاد السوق تفرض عليها تحديات حادة لابد من الإستعداد لمواجهتها ، ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا بتكامل الجهود في سبيل تنسيق مختلف السياسات المالية الرامية إلى تطوير السوق المالي الجزائري الذي لا يزال في مرحلته الأولى .

يتوقف نجاح البورصة الجزائرية الناشئة إذا على مدى القدرات المتظافرة الموجهة لتحقيق الهدف الرئيسي لهذه المنشئة كوسيط لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة ، إضافة إلى توفير البيئة الإقتصادية والسياسية المناسبة .

نشير في هذا الصدد أيضا إلى أن نمو الإقتصاد الجزائري يتطلب وجود قطاع مالي قوي يتميز بالمرونة والقدرة على التجديد ، الإبتكار ، التنافس وخلق جو من الثقة يمكن من اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية وتحفيز القطاع الخاص داخل البلاد .

ومن تم فإن وجود سوق رؤوس أموال تسمح ب:

- تجسيد أهداف خوصصة المؤسسات العمومية .
- تأمين تمويل مباشر لاستثمارات المؤسسات من خلال الدعوة العمومية للإدخار .
- السماح للاقتصاد الوطني بالإندماج في الإقتصاد العالمي بشكل دائم وإيجابي .

بناءا على هذا ولضمان نجاح بورصة الجزائر ، فعلى الحكومة الجزائرية أن تسارع في اتخاذ الإجراءات والتدابير اللازمة الرامية إلى توفير الشروط والمناخ المناسب للنهوض بالاقتصاد الجزائري من خلال أحد أبوابه الواسعة ألا وهي << تطوير السوق المالية الجزائرية >> .

على ضوء ما ذكر سابقا فيما يخص حالة الجزائر ، فإننا سنتطرق في هذا الفصل إلى تقديم بعض الإقتراحات التي تمكن من المساهمة في تطوير بورصة قيم متداولة فعالة ذات القدرة الكافية لتحقيق الهدف المنشود لها .

أما في الوقت الحالي مع المعطيات الإقتصادية الجديدة ومع الإنتقال إلى اقتصاد السوق أصبح من الضروري على مسيري المؤسسات الجزائرية أن يغيروا سلوكهم اتجاه السوق ، وأن يتكيفوا مع ملتزمات وقواعد اقتصاد السوق .

فعلى هؤلاء المسيرين أن يهتموا بتحقيق الأهداف الكمية ، والنوعية ، احترام الآجال وتحقيق المردودية الكافية . ولبلوغ هذا الغرض لابد من تسيير محكم لكل الموارد المتاحة (موارد مالية وبشرية) والقيام بالدراسات والتحليلات اللازمة للسوق ، الشيء الذي لن يتأتى إلا عن طريق اللجوء إلى تقنيات التسيير والتسويق التي تسمح بتخفيض التكاليف ورفع الأرباح من جهة ، والقدرة على مواجهة المنافسين من جهة أخرى .

وفي الأخير يمكننا القول أن فعالية سوق الأوراق المالية ، إنما تتوقف بالدرجة الأولى على فعالية المؤسسة ، التي تتوقف بدورها على نوعية التسيير وكفاءة المسيرين .

٣- جهل الثقافة البورصية: Méconnaissance de la culture boursière

إن المنهج الإشتراكي الذي سارت عليه البلاد منذ الإستقلال أبعد أي شكل من أشكال السوق المالي ضمن النشاط الإقتصادي ، بما أن كل الإستثمارات أخذت على عاتق الخزينة العمومية .

ولهذا فإن إنشاء مثل هذه السوق بالجزائر ، يواجه بالتأكيد بعض الصعوبات الخاصة بتقبل الجمهور ، وهذا راجع إلى انعدام أي ثقافة بورصية في أذهان غالبية الشعب الجزائري ، مما يجعل العدد الأكبر منه يحجم على استثمار ما لديه من فوائض في الأوراق المالية ، نظرا لعدم الثقة في مصداقية وفعالية هذه السوق بصفتها سوقا لم يتم التعامل بها بتاتا آنفا .

٤- العامل الديني:

يعد العامل الديني أحد أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الإعتبار عند إعداد سياسة تجنيد وتوجيه الإدخار ، ففي مجال التوظيف بالأوراق المالية تعد الفوائد المحصلة من السندات بمثابة << الربا >> المحرم في الإسلام ، لهذا فإن الكثير من المتعاملين يحجمون على توظيف فوائضهم المالية في شراء السندات ، بينما يقبل هؤلاء على شراء الأسهم بإعتبار عائدها الذي يتوقف على الأرباح المحققة من طرف الشركة عائدا لا يتعلق بالربا .

المطلب الأول: التحكم في العوامل المرتبطة بالإقتصاد الكلي

١ - توفير المحيط الملائم

إن إنشاء سوق مالية وحده لا يكفي ، إذا لم يدعم بعمليات الإصلاح الرامية إلى توفير المناخ للسير الفعال لمثل هذه المؤسسة المالية التي تتطلب قدر من الاستقرار السياسي والاقتصادي .

في هذا الإطار تلتزم السلطات الجزائرية ب:

١ - أ - توفير الإستقرار السياسي :

- يستلزم إنشاء بورصة أوراق مالية بأي بلد وضع سياسة رشيدة لتجنيد الإدخار المحلي والأجنبي ، وفي السياق فإن أول ما يبحث عنه المدخر هو عامل الأمان الذي يتعلق بالدرجة الأولى بالإستقرار السياسي للبلد .
- في هذا الإطار وفي إطار إنشاء السوق المالية بالجزائر فإنه ينبغي على السلطات الجزائرية أن تعمل على معالجة وتحسين الأوضاع السياسية والأمنية للبلاد التي تسمح بنشر السلم الإجتماعي وتقدم المجتمع ومن ثم بعث روح الثقة في نفس المستثمرين الحاليين والمحتملين محليين كانوا أم أجنبيين .

١- ب - تحقيق التوازنات الماكرو إقتصادية :

ويتم ذلك من خلال التحكم في جملة من العوامل المرتبطة بالإقتصاد الكلي والتي يمكن حصر أهمها في :

- رفع معدل النمو الإقتصادي .
- تخفيض العجز في الميزانية العمومية وميزان المدفوعات عن طريق تخفيض النفقات العامة ووضع سياسة صارمة لرفع الإيرادات العمومية خارج قطاع المحروقات .
- حماية العملة الوطنية من التدهور عن طريق إتخاذ الإجراءات اللازمة لرفع سعر صرف الدينار الجزائري مقابل بقية العملات .
- التخفيض من حدة الديون الخارجية التي تلتهم خدماتها معظم مداخيل الجزائر من العملة الصعبة .
- وضع سياسة رشيدة لتشجيع وتوجيه الإدخار مع محاربة هروب رؤوس الأموال نحو الخارج .

١ - ج - إصلاح ودعم المؤسسات الجزائرية :

إن الوضعية الحالية لمعظم المؤسسات الجزائرية تتواجد في حالة شبه متدهورة إن لم تكن متدهورة الشيء الذي لا يتلاءم بتاتا مع وضع السوق المالية التي يقترن وجودها بوجود مؤسسات صلبة ، قوية وخاصة عصرية .

المطلب الثاني : التحكم في العوامل المرتبطة بالإقتصاد الجزئي

١ - احترام المبادئ Respect des principes endogènes

تتمثل هذه المبادئ في القواعد الرئيسية التي تقوم على أساسها كفاءة أي سوق مالية وهي تنحصر أساسا في ثلاث مبادئ يمكن تعريفها كالتالي :

١- أ - مبدأ الشفافية (principe de transparence):

يرتكز مبدأ الشفافية على ضرورة وصول المعلومات السائدة في الأسواق المالية إلى كل المتعاملين بهذه السوق في آن واحد ، مما يمنع أيا منهم من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة استفادته من تلك المعلومات قبل الآخرين .

تتمثل هذه المعلومات بالنسبة للوسطاء في العمليات البورصية خاصة وكل المتعاملين الآخرين عامة في :

- معلومات مستمرة حول الشركة المسعرة .
- معلومات محللة لبناء استراتيجية استثمارية وتسيير المحفظة .

في هذا الإطار وفيما يتعلق بالشفافية ونشر المعلومات ، نشير إلى ضرورة محافظة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة على الصرامة التامة عن طريق وضع المقاييس والمراجع الخاصة بهذا الميدان ، وكذا بإجبار المؤسسات على نشر البيانات اللازمة وتقديم الشروحات الوافية ، الدقيقة والواضحة الخاصة بمشاريع الشركة التي تطلب التقييد في التسعيرة الرسمية للسوق المالي[1] .

١- ب - مبدأ السيولة (Principe de liquidité) :

وهو يتمثل في القدرة التي تمنحها السوق المالية لممتلكي القيم المنقولة لتحويل هذه الأخيرة إلى نقود جارية عند الحاجة ، بدون أي قيود ، بأقل التكاليف وبأكبر سرعة ممكنة ، هذا من جهة ومن جهة أخرى السماح للمستثمرين المحتملين باقتناء ما هم بحاجة إليه من أوراق مالية في أي وقت يشاءون وبأسعار معقولة .

يتحقق مبدأ السيولة إذا من خلال توفر أربعة شروط أساسية[2] :

- تنظيم قواعد الدخول والخروج من وإلى السوق .
- حرية الإستثمار .
- حرية حركة رؤوس الأموال .
- الاستقرار .

(١) << حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة >> العدد ١ ص-٤- . ١٩٩٨

(2) << Un marché financier en Algérie : Mécanisme de mise en place et fonctionnement >>
M'hamed Dif Revue Economic N° 13 Avril 1994 p-12-

- تقسيم العمل .
- التسيير الفعال ...إلخ .

٢- أ - المنافسة والتسابق:

أمام المبادئ السالفة الذكر التي يقوم عليها اقتصـاد السوق ، تجد المؤسسة الجزائرية نفسها مجبرة للدخول في معركة تنافسية حادة مع المؤسسات الوطنية والأجنبية تجعلها تعمل جاهدة لتعديل سلوكها من أجل التأقلم مع المتطلبات الراهنة ، والإبتعاد عن المخاطر التي تهددها بالزوال .

ليس هذا فقط بل عليها أيضا أن تسلح بالمكنيزمات اللازمة للأخذ بالفرص المتاحة قبل غيرها ، مما يؤمن لها الحياة والإنتعاش .

٢- ب - الإبداع:

يؤدي انفتاح الإقتصاد الجزائري على العالم الخارجي إلى تدفق المنتجات الأجنبية إلى الأسواق المحلية ، الشيء الذي يزيد من القيود الممارسة على المؤسسة الجزائرية وضرورة تبنيها لوظائف جديدة كوظيفة التطوير ، البحث ، الإبداع والإبتكار للمنتوج والتي تتمثل في الوظائف الأساسية للتسويق التي تقوم على أساس قاعدة << إنتاج ما يمكن أن يشترى ، بدلا من البحث عن بيع ما أنتج >> [1] .

٢- ج - تحسين التسيير:

لا شك أن الإمكانيات المادية ، المالية والبشرية التي يمكن أن تتمتع بها المؤسسة لا تكفي وحدها لجعل هذه الأخيرة كفؤة وتنافسية مع غياب كفاءة المسيرين ونجاعة التسيير التي تخضع للتقنيات الحديثة والمرنة والتي طالما افتقرت إليها المؤسسات الجزائرية .

إن ضمان التسيير الفعال والكفء من شأنه أن يضمن كفاءة وتحسن الوضعية المالية للمؤسسة ، التي تستجيب لشروط الشفافية التي تتطلبها عملية الإدخال إلى البورصة.

(1) <<Dictionnaire économique et social>> : << Quesque le Marketing >> Edition GERM p-163- 1988

وفي هذا الصدد فإنه يستوجب :

- تدعيم الإصلاحات الإقتصادية وإعادة النظر في التنظيم الحالي لمختلف القطاعات الإقتصادية خاصة المؤسسات العمومية التي تشكل العمود الفقري للاقتصاد الجزائري والتي تستلزم إصلاحا عميقا بعد فشل كل النماذج التي طبقت عليها ، وبذلك تصبح خوصصة هذا القطاع من أولويات الإصلاحات الإقتصادية
- تطوير وإدخال الأساليب الحديثة على القطاع المالي الذي لا يزال تقليديا في تعاملاته حيث تقتصر وظائفه على تجميع رؤوس الأموال من المودعين وإعادة إقراضها إلى الطالبين .
- تحضير الشركات المرشحة للتقيد بالبورصة والتي يشترط أن تكون كبيرة الحجم ، تتمتع بصحة مالية معتبرة وأن تتميز بالكفاءة والتنظيم مما يستلزم تعديل وتطوير وضعية المؤسسات العمومية الجزائرية حتى بعد خوصصتها .

١ ـ د ـ الكفاح ضد العوائق الإجتماعية والسوق الموازية :

يشكل تواجد السوق الموازية للسوق الرسمية عائقا حادا بالنسبة لهذه الأخيرة ، إذ يمكن التعامل في السوق الموازية من تحقيق عوائد كبيرة وأرباح سهلة دون كبير عناء ، إضافة إلى هروب المتعاملين بهذه السوق من المصالح الضريبية مما يزيد من مداخلهم وتحفيزهم للإستثمار بها .

لهذا فإن تواجد مثل هذه السوق يعاقب بشدة التشجيعات الموجهة للعائلات المستثمرين عامة في سبيل توجيه إدخاراتهم نحو الإستثمار في النشاطات المالية وذلك بسبب المردود المرتفع والسريع الذي يجلبه التعامل بهذه السوق .

أما فيما يخص ظاهرة الزيادة في الأسعار أو التضخم فهي تمارس أيضا ضغوطا سلبية على سياسة الإدخار المسطرة من طرف السلطات النقدية مما يشكل عقبة للسوق المالية خاصة فيما يخص السندات التي يتم انخفاض أسعارها .

لسد هذه الإعاقة يتعين على السلطات العمومية اتخاذ مقاييس صارمة بهدف الإقتلاع النهائي لهذه السوق عن طريق تشديد الرقابة وإخضاع كل المؤسسات إلى شروط السوق الرسمية والتعامل في العلن .

٢ ـ <u>خضوع النشاط الاقتصادى إلى قواعد السوق</u>

إن انتقال الإقتصاد الجزائري من اقتصاد مخطط إلى اقتصاد السوق يستدعي بالنشاطات الإقتصادية والمؤسسات الجزائرية الإستجابة للقواعد الأساسية التي يستند عليها هذا النوع من الإقتصاد والمتمثلة عموما في :

- حرية الصرف .
- التسابق والمنافسة .

١- ج - مبدأ التوزيع المنظم والكافي (Principe d'Atomicité) :

يقوم هذا المبدأ بشكل بسيط على ضرورة وجود عدد هائل من المتعاملين على مستويي السوق المالية ألا وهما :
السوق الأولية والسوق الثانوية ، وذلك بهدف التوصل إلى مميزات السوق التنافسية الكفوءة التي ترتكز على مبادئ الفعالية الاقتصادية ، توازن العلاقات المعاملات وأخيرا حماية المستثمرين بها .
يرتكز تحقق مبدأ L'atomicité على أساس تحقق ثلاث مبادئ فرعية تتمثل في :

- مبدأ وجود فرعين رئيسين للسوق المالية : السوق الأولية والسوق الثانوية .
- مبدأ تعددية المتعاملين بالسوق المالية ، سواء بصفة عارضين أو بصفة طالبين لرؤوس الأموال الطويلة والمتوسطة الأجل .
- مبدأ تنويع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة على مستوى السوق المالي (Principe de titrisation) .

٢ - نوعية الأوراق المالية:

يتجه المستثمر عادة إلى توظيف فوائضه المالية في شراء القيم المنقولة إذا ما توفرت في هذه الأخيرة الشروط التي تسمح بتحقيق الأهداف المرجوة ، كتحقيق فائض قيمة من خلال إعادة بيعها ، الحصول على عوائد مستمرة وضمان المحافظة على القدرة الشرائية للأموال المستثمرة .
لتحقيق هذه الأهداف وللاستجابة لمختلف متطلبات المستثمرين ، على السلطات الجزائرية وخاصة الهيآت العليا لإدارة البورصة أن تعمل على تحضير عدد هائل من الأدوات التي سيتم تداولها في هذه السوق .
في هذا الإطار يمكن البدء في مرحلة أولى بسندات الشركات بصفة عامة وسندات الخزينة العمومية بصفة خاصة ، لما تتمتع به هذه المنتجات من ضمان وقلة المخاطر وذلك ما حدث فعلا حيث تمثل أول إصدار خاص بالقيم المنقولة في الجزائر في سندات شركة سونطراك(١) وذلك بتاريخ ٠٤ جانفي ١٩٩٨ ، كما شرع في التعامل بسندات الخزينة العمومية بتاريخ ٢٤ مارس ١٩٩٨ .
لكن لا يجب التوقف عند هذا الحد بل يجب الامتداد إلى التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها هيآت التوظيف الجماعي والمنتوجات المالية الأخرى كالأسهم العادية ، الأسهم الممتازة ، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، السندات المرتبطة بمؤشر وغيرها .

---

(١) أنظر ص - ٢١٢ - من هذه الرسالة .

إضافة إلى هذا نشير إلى أنه من المهم جدا العمل على رفع كفاءة البورصة عن طريق التقييم الحسن للأدوات المالية من جهة وتحسين طرق تسعيرها وحماية المدخرين(١) من جهة أخرى .

المطلب الثالث: الإجراءات التشجيعية

إن جهل الثقافة البورصية بالجزائر ، ووجود مختلف العقبات التي تحول دون إنشاء وتطور بورصة الجزائر ، لابد وأن يقابل بتطبيق إجراءات صلبة تعمل تشجيع المستثمرين المحليين والأجانب لتوجيه مدخراتهم إلى هذه السوق التي تخدم النمو الإقتصادي الجزائري .

١- تنمية الوعي الإدخاري:

يعتبر الإدخار أهم عامل لنشاط وحركة البورصات ، ولذا فإنه من الضروري التركيز على هذا العامل إلى أكبر حد ممكن عن طريق تشجيع وتنمية الوعي الإدخاري الذي يمكن أن يتحقق ب:

- التقييم العادل والمعقول لمردودية الإدخار المالي الموظف في الأصول المالية المتاحة ، مع السعي إلى رفع هذا الأخير كلما سمحت الظروف بذلك لأنه يعتبر أهم عامل لجلب المتعاملين المحتملين .
- مكافحة الإرتفاع في معدل التضخم الذي يؤثر تأثيرا مباشرا على القدرة الشرائية للجمهور المتعامل والذي يؤثر أيضا على قيمة التدفقات النقدية والتسديدات التي يتحصل عليها المستثمر .
- التخفيض من حدة هروب رؤوس الأموال التي تجد مرجعيتها في :
  - نسبة صرف أقل واقعية .
  - عدم الاستقرار السياسي الاقتصادي أو المالي .
  - تخفيض تكاليف الصفقات .

٢- تخفيض الضغط الجبائي:

يؤثر النظام الضريبي تأثيرا واضحا على حاملي الأوراق المالية والمؤسسات المسعرة بالبورصة . ففي الوقع يؤدي المعدل الضريبي المرتفع إلى معاقبة ذوي الدخول المرتفعة ، الشيء الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الإدخار العام . كما يؤدي الضغط الضريبي أيضا إلى تأزم الوضعية المالية لبعض الشركات على المدى القصير ، وهذا ما يجعلها غير مؤهلة لترشيح نفسها للدخول إلى البورصة .
بناءا على هذا ، يمكن القول أنه على السلطات الجزائرية أن تعيد النظر في النظام الضريبي المحدد

(١) بالنسبة لما يسمى ب «Le délai d'initié»

وذلك في أقرب الآجال بهدف التمكن من المساهمة الفعلية في تعبئة الإدخار ، وتوجيهه إلى أوجه الاستثمارات المنتجة من خلال السوق المالية .
وبالتركيز على تخفيف الضغط الجبائي يمكن ضمان خلق عامل فعال ومحفز لمختلف المتعاملين ببورصة الجزائر عن طريق الإعتماد الجزئي أو الكلي لحاملي القيم المنقولة من أي ضريبة .
ونشير في هذا الإطار إلى أن قانون المالية لسنة ١٩٩٨ قد أدخل إعفاءات ضريبية متعلقة بالقيمة المضافة المحققة من جراء التنازل عن القيم المنقولة لمدة ثلاث (٠٣) سنوات إبتداءا من الفاتح من جانفي ١٩٩٨ .

٣- **الإشهار والإعلام:**

يقتضي التعريف بالبورصة ، ونشر الثقافة البورصية بالجزائر القيام بحملات إشهارية واسعة ، باستعمال مختلف وسائل الإعلام للتعريف بمكانة وأهمية البورصة في الاقتصاديات المعاصرة والدور الفعال الذي تقوم به في مجال توجيه الإدخار وتمويل الاستثمارات المنتجة .
كما يمكن أيضا استخدام هذه الحملات الإشهارية لتشجيع وتحفيز الجمهور والمؤسسات المالية على رفع مستوى الإدخار ، وتكريس جزء منه إن لم يكن الكل للإستثمار في القيم المنقولة .

خاتمة الباب الثالث

إن إستراتيجية التنمية المطبقة بالجزائر غداة الإستقلال والتي تم من خلالها الإعتماد على التخطيط المركزي كوسيلة لتحقيق عملية التنمية الشاملة أظهرت عيوبا أدت إلى أزمة إقتصادية وإجتماعية زادت تفاقما يوما بعد يوم .
ومن تم بدأ التفكير الجدي للخوض في سلسلة من الإصلاحات الإقتصادية التي كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد على إرساء قواعد إقتصاد السوق التي أكدت على ضرورة إقامة سوق مالية ينتظر أن تلعب دورا هاما في تحسين نظام التمويل عامة وتخصيص الموارد المالية للمؤسسات خاصة .

وقد تجسدت الإرادة في إقامة سوق مالية بالجزائر من خلال النصوص التشريعية المصادق عليها إبتداءا من سنة ١٩٩٣ ، وتشكيل مختلف الهيآت العاملة بها والمتمثلة أساسا في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ، شركة إدارة بورصة القيم والوسطاء في العمليات البورصية . إضافة إلى تحضير مجموعة من المؤسسات التي تقرر إدخالها بالبورصة في مرحلة أولى سواء عن طريق رفع رأسمالها أو عن طريف إصدار سندات الدين .

وتجدر الإشارة هنا أن هذه السوق تنشأ في ظروف جد صعبة رغم كل المجهودات المبذولة في هذا الميدان . ولهذا فعلى السلطات الجزائرية أن تواصل مشوارها الذي شرعت فيه بإحترام جملة من المبادئ التي تقوم على أساسها كفاءة أي سوق مالية وإتخاذ الإجراءات والمقاييس اللازمة لتطوير هذه السوق بشكل يسمح لها بإحتلال مكانة هامة على مستوى الساحة المالية الجزائرية وتحقيق الأهداف المنوطة لها .

الخاتمة العامة

على الرغم من أنّ الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد مقارنة بالأسواق الأخرى ، إلاّ أنّها قد شهدت في الآونة الأخيرة تطوّرا كبيرا سواءا من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات المتاحة للمتعاملين فيها .

ويرجع ذلك إلى ضخامة الإستثمارات المالية التي يتّم تبادلها في هذه الأسواق التي أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم مع تزايد الدور الإقتصادي الفعّال الذي تلعبه والذي يسمح بتحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة وفي نفس الوقت تحويل الإستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة .

وما أمكن ملاحظته أنّ جميع العمليات المنجزة على مستوى السوق المالي مهما كان حجمها ، لا يمكن أن تتّم إلا على أيدي مختصين في هذا الميدان يكوّنوا خصيصا لهذا الغرض وهم من يدعوا بالوسطاء في العمليات البورصية الذين يمارسون نوعا من الوظيفة الرسمية في هذا المجال .

وقد إتضح في من خلال بحثنا هذا أنّه لا يمكن أن تخوّل هذه الوظيفة لأي شخص كان ، بل تقتضي التحلي ببعض الصفات التي تعتبر ضرورية للممارسة هذه المهنة ، كما تتطلب من المؤسسات القائمة لهذا الغرض درجة عالية من التنظيم وحسن التسيير إضافة إلى تجنيد الموارد المادية والبشرية اللازمة .

أمّا فيما يخّص الجزائر ، فبعد ظهور حدود النظام المتبع بعد الإستقلال إلى أواخر عشرية الثمانينات ، ولمعالجة الإختلالات الإقتصادية والمالية التي شهدتها البلاد ، فإنّ السلطات العمومية الجزائرية خاضت في مجموعة من الإصلاحات التي ترمي إلى وضع جملة من الآليات والهياكل الجديدة وكذا التحكيمات الضرورية اللازمة لتحقيق المرور إلى إقتصاد السوق .

وفي هذا السياق تجّسدت فكرة إنشاء السوق المالية التي أصبحت ضرورة حتمية قصد الإنطلاقة الإقتصادية بالجزائر تحقيقا لعملية التنمية الشاملة خاصة بعد إنسحاب الخزينة العمومية من عملية التمويل طويل الأجل .

وقد سمح لنا التعرّض لمختلف النقاط الواردة في هـذا البحث بالإجابـة علـى الأشكال المطـروح مـع التركيز على مدى تحقق الفرضيات الموضوعة في المقدّمة ، ومن تمّ الوصول إلى النتائج التالية :

- للسوق المالية دورا فعّالا في تنمية الإقتصاد بما تمكنّه من تعبئة الإدّخار وتوجيهه نحو التوظيـف المتوّسط والطويل الأجل عن طريق التقريب بين الأعوان الإقتصاديين ذوي الفائض و الأعوان دوي العجز.
- تسمح البورصة للعائلات والمدّخرين بتنويع توضيفاتهم والحصول على عوائد إضافية في بعض الحالات .
- تسمح البورصة أيضا للمؤسسات بتنويع مصادر تمويلهم عن طريق اللجوء إلى مصادر عصرية أكثر مرونة .
- تعتبر البورصة أداة فعّالة لتقييم المؤسسات ومعرفة قيمتها السوقية الحقيقية ، كما تكسبها مظـهرا من مظاهر الهيبة عن طريق الشهرة التي يمكن أن تكسبها من خلال العروض العمومية للشراء أو البيع.
- اضافة إلى دورهم على مستوى السوق الثانوي . إذ لا يمكن إتمام أيـة عمليـة بيـع أو شـراء للقيـم المنقولة دون اللجوء إليهم ، هذا ولا يتوقف دورهم على مستوى السوق الثـانوي عنـد هـذا الحد إنّمـا يتعدّى ذلك بكثير إذ يصل إلى مستوى النصح ، الإرشاد ، الترجيح ، تسيير الحـوافظ الماليـة ومـا إلـى ذلك من الوظائف الأكثر تعقيدا والتي تتزايد وتتطوّر مع توّسع وتطوّر السوق المالية .
- تتطلـب ممارسـة مهنـة الوسـاطة شروطا سـواء بالنسبة للشـخص الوسيط أو بالنسبة لمؤسسـة الوساطة ، وهي شروط تضمن حماية المستثمرين وجملة المتعاملين بهذه السوق .
- تمّر الجزائر بمرحلة إنتقالية هامة من إقتصاد موّجه إلى إقتصاد السـوق ، ولسـد بعـض الثغـرات والإختلالات الناجمة عـن سياسـة الإقتصـاد الموّجـه ، كـان لابـد مـن إنشـاء سـوق مـالي مدعـو إلـى الإنضمام إلى إستراتيجية التطوّر الإقتصادي والإجتماعي للبلاد بصفتـه أداة فعالـة للتحـرر والتطـوّر الإقتصـادي .
- بدأت مرحلة الإنطلاقـة لبورصـة الجزائـر بوضـع الإطـار التشـريعي والقـانوني ، تلتـها مرحلـة التأسيس الرسمي للجنة تنظيم ومراقبـة عمليـات البورصـة ، شـركة بورصـة القيـم المنقولـة وتكويـن الوسطاء في العمليات البورصية مع الإشارة إلى أنّ كل هذه الـهيآت أصبحـت عمليـة وقـامت بـالعديد من النشاطات في هذا المجال .

- فيما يخّص الوسطاء في العمليات البورصية تمّ إلى غاية الآن تأسيس خمس وسطاء على شكل شركات أسهم تتمثل في :
  - الراشد المالي ERRACHED EL MALI
  - الشركة العامة للتمويل SOGIFI
  - الشركة المالية للإستشارات والتوظيف SOFICOP
  - شركة التوظيف في القيم المنقولة SPDM
  - يونين بنك بروكرايج UB BROCKRAGE
- أمّا فيما يخّص دخول المؤسسات إلى البورصة فقد تمّ إلى غاية الآن إدخال ثلاث مؤسسات تتمثل في :
  - الرياض سطيف : رفع رأس المال (بنسبة ٢٠% من الرأسمال الإجمالي.
  - الأوراسي: رفع رأس المال (بنسبة ٢٠% من الرأسمال الإجمالي.
  - صيدال : رفع رأس المال (بنسبة ٢٠% من الرأسمال الإجمالي. .
- ظهور ملامح العمل الميداني لهيآت التوظيف الجماعي ، وهذا بإنشاء أوّل هيئة في هذا الإطار وهي شركة الإستثمار ذات رأس المال المتغيّر << سليم >> << SICAV CELIM >> .
- يعترض نجاح بورصة الجزائر مجموعة من العوائق السياسية ، الإقتصادية والإجتماعية التي من بينها جهل الثقافة البورصية لدى الجمهور الجزائري .

وعلى ضوء هذه النتائج يمكننا وضع التوصيات التالية :

- تحفيز وتشجيع الإدّخار لتوجيهه نحو بورصة القيم المنقولة عن طريق الإعفاءات الضريبية وما شابه ذلك من الحوافز .
- تحضير المؤسسات الجزائرية للدخول إلى البورصة بما فيها تشجيع المؤسسات الخاصة .
- فتح أو رفع رأس المال بنسبة أكبر من ٢٠% لتسهيل خوصصة المؤسسات .
- خوصصة البورصة والوسطاء في العمليات البورصية .
- تطوير الثقافة البورصية على مستوى المؤسسات ، البنوك والجمهور المتعاملين باستخدام كل وسائل الإعلام .

- تحفيز وتشجيع الإدّخار لتوجيهه نحو بورصة القيم المنقولة عن طريق الإعفاءات الضريبية وما شابه ذلك من الحوافز .
- تحضير المؤسسات الجزائرية للدخول إلى البورصة بما فيها تشجيع المؤسسات الخاصة .
- فتح أو رفع رأس المال بنسبة أكبر من ٢٠% لتسهيل خوصصة المؤسسات .
- خوصصة البورصة والوسطاء في العمليات البورصية .
- تطوير الثقافة البورصية على مستوى المؤسسات ، البنوك والجمهور المتعاملين باستخدام كل وسائل الإعلام .
- تحقيق جملة من الإصلاحات التي تساعد على توفير مناخ إقتصادي وإجتماعي يضمن حيوية وتطوير البورصة الجزائرية .
- توسيع عدد ونوع الأوراق المالية المتداولة بالبورصة .
- تنويع أوامر البورصة بدلا من الإنحصار في السعر الثابت لضمان شفافية وواقعية أكبر لأسعار الأوراق المالية .
- إرساء وتطوير هيآت التوظيف الجماعي التي تسمح لصغار المدخرين بإستثمار أموالهم في البورصة عن طريق محافظ جماعية ، والإسراع على الأقل بجعل الشركة ذات رأس المال المتغير << سليم >> عملية.

وفي ختام بحثنا هذا لا يسعنا إلا أن نأكد على أهمية مثل هذه الدراسات خاصة في المرحلة الحالية للإقتصاد الجزائري . وعلى الرغم من أنّ بورصة الجزائر ليست إلاّ في مرحلتها الجنينية إلاّ أنها تعتبر ضرورة حتمية في ظل المرحلة الإقتصادية الراهنة إذ ينتظر أن تزيد فعاليتها خلال مرحلتي التطوّر والنضج بشكل يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من خلال إنشاء مؤسسة كهذه .

كما نرجوا أن نكون قد ساهمنا من خلال هذه الدراسة ، ولو بقدر ضئيل في إعطاء صورة واضحة عن ماهية وميكانيزمات السوق المالية بكل جوانب الموضوع الذي نتمنّى أن يحضى باهتمام واسع من قبل الباحثين والطلبة اللاحقين وخاصة بعد الإنطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر .

قائمة المراجع

المراجع المستعملة باللغة العربية

أولا : الكتب

- الإمام أحمد فهمي : أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية ،
  إتحاد المصارف العربية ماي 1979 .
- أوكيل م. سعيد والآخرون : إستقلالية المؤسسات العمومية الإقتصادية : تسيير وإتخاذ القرارات في إطار المنظور النظامي ، جامعة الجزائر ، مارس 1994.
- حماد طارق عبد العال : دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية .
  كليوباترا للطباعة والكمبيوتر 1998 .
- حنفي عبد الغفار : البورصات : أسهم ، سندات ، صناديق الإستثمار .
  المكتب العربي الحديث 1995 .
- حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقض : الأسواق والمؤسسات المالية ، البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الإستثمار . مركز الإسكندرية للكتب 1998 .
- خربوش حسني علي ، عبد المعطي رضا أرشيد ، محفوظ أحمد جودة :
  الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات دار زهران 1998 .
- الخضيري محسن أحمد : كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة .
  إتيراك للنشر والتوزيع الطبعة الأولى 1996 .
- الخناوي محمد صالح : تحليل وتقييم الأسهم والسندات
  الإسكندرية ، الدار الجامعية 1997 .
- شمعون شمعون : البورصة وبورصة الجزائر .
  الأطلس للنشر الطبعة الأولى 1993 .
- شيحة مصطفى رشدي و د. زينب حسن عوض الله : الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية
  المطبعة الحديثة القاهرة 1993 .
- صندوق النقد الدولي : أسواق رأس المال في الدول العربية ، واقعها ومجالات تطويرها
  جوان 1985 .

- عطون مروان : الأسواق النقدية والمالية : أدوات وآلية نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث الجزء الأول ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 1994 .
- عطون مروان : الأسواق النقدية والمالية : البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، الجزء الثاني ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 1993 .
- قرياقض رسمية : أسواق المال (أسواق - رأس المال - المؤسسات) : الدار الجامعية الإسكندرية 1999 .
- كاظم مراد : البورصة وأفضل الطرق في نجاح الإستثمارات المالية . بيروت المطبعة التجارية 1967 .
- النجار سعيد : السياسات المالية وأسواق المال العربية. الصندوق العربي للإتحاد الإقتصادي والإجتماعي .
- النجار فريد : البورصات والهندسة المالية مؤسسة شباب الجامعة 1998/1999.
- هندي منير إبراهيم : الأسواق الحاضرة والمستقبلية : أسواق الأوراق المالية ، أسواق الإختيار وأسواق العقود المستقبلية توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1994 .
- منير هندي إبراهيم : صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين . توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1994 .

ثانيا : أطروحات ، رسائل جامعية ومذكرات .

- أماعوز حكيمة : السوق المالية آلية عملها وشروط إنشاءها ، حالة الجزائر رسالة ماجستير معهد العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر 1999/1998 .
- براق محمد : بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية الشاملة أطروحة دكتوراة الدولة معهد العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر 1999/1998 .
- صافي وليد أحمد : سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية دراسة حالة الأردن رسالة ماجستير معهد العلوم الإقتصادية جامعة الجزائر1997.

ثالثا: مقالات ، مجلات وجرائد

- ليفين روس : أسواق الأوراق المالية دفعة للنمو الإقتصادي ، مجلة التمويل والتنمية مارس1996 .
- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 1998٠.
- جريدة الخبر (عدّة أعداد) .

- جريدة المساء (عدّة أعداد) .
- جريدة الشعب(عدّة أعداد) .
- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 27 1993 .

الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية العدد 87 1997/12/29.

رابعا : الندوات والمحاضرات

- شاكر قزويني : محاضرات في إقتصاد البنوك1989.

خامسا : الوثائق التوجيهية

- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة نوفمبر1997.

سادسا : القواميس والموسوعات

- مجموعة من الإقتصاديين : الموسوعة الإقتصادية إعداد وتعريب:عادل عبد المهدي ، حسني الهموندي دار إبن خلدون بيروت ، لبنان الطبعة الأولى 1980 .
- جوزف نعوم حجار ، جان قرطباوي : المنجد الفرنسي العربي للطلاب دار المشرق بيروت الطبعة الرابعة 1975 .
- جروان السابق : الكنز الوجيز قاموس فرنسي عربي , دار السابق للنشر, بيروت لبنان1985.

سابعا : نصوص تشريعية وتنظيمية

- القانون رقم 90-10 الصادر في 1990/04/14 يتعلق بالنقد والقرض .
- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ ب1991/05/28 يتضمن تنظيم المعاملات على القيم المتداولة .
- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ ب05/28/ 1991 يحدد أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروط إصدارها من قبل مؤسسات الأموال .
- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المؤرخ ب05/28/ 1991 يتعلق بلجنة البورصة .
- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23 المتعلق بسوق القيم المتداولة .
- الأمر رقم ٨٦-٠٨ المؤرخ في 1996/01/10 المتعلق بهيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .
- النظام رقم 96-02 المتعلق بالمعلومة الواجب نشرها من قبل الشركات التي تقوم بالدعوة العمومية للإدخار .

- النظام رقم 96-03 يتعلق بشروط إعتماد الوسطاء في العمليات البورصية .
- النظام رقم 97-01 يتعلق بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصية في رأس مال شركة إدارة بورصة القيم المتداولة .
- النظام رقم 97-02 متعلق بشروط تسجيل الأعوان المؤهلين لإجراء مفاوضات على القيم المتداولة .
- النظام رقم 97-03 يتعلق بسير بورصة القيم المتداولة .
- النظام رقم 97-04 يتعلق بهيآت التوظيف الجماعي في القيم المنقولة .
- النظام رقم 97-05 يتعلق باتفاقيات الحساب بين الوسطاء في العمليات البورصية وعملائهم .
- التعليمة رقم 97-01 الصادرة يوم 1997/11/30 المحددة لكيفيات اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية .

المراجع المستعملة باللغة الفرنسية

أولا : الكتب

- F.AFTALION & C.VIALLET : Théorie du portefeuille(analyse du risque et de la rentabilité) . Edition d'organisation 1977.
- O. AMAT & X. POIG : Analyse technique du marché boursier . Edition d'organisation 1991.
- P. BALLY : La bourse : Mythes et réalités. Edition Hatier 1ere édition 1987.
- B.BELLETANTE : La bourse : son fonctionnement et son rôle dans la vie économique Edition Hatier 1ere édition 1993.
- B.BELLETANTE : La bourse Temple de la spéculation ou marché financier ? Edition Hatier 5ème édition 1991.
- H. BENISSAD : Algérie : Restructurations et réformes économiques (1979-1993). OPU Alger 1994.
- P. BERGER : Que sais-je ? Le marché monétaire . Edition DAHLAB 5ème édition 1993.
- S.A BOUKRAMI : Vade mecum de la finance. OPU 1ère édition 1992.

- M. BOUTET : Bourse : les bases à connaître pour ne jamais perdre pied . Edition Dunot Paris 1989.
- J.BRILMAN & C. MAIRE : Manuel d'évaluation des entreprises . Edition d'organisation 1993.
- A. BROUTIN : Les valeurs mobilières . Edition Dunot Paris 1991.
- CHOINEL& G.ROUYER : Le marché financier structures et acteurs . Edition Revue Banque 6ème édition 1996.
- O. COISPEAU : L'évaluation des entreprises. Edition SEFI 1992.
- Y. DEBBOUB : Les nouveaux mécanismes économiques en Algérie . Edition OPU Alger 1995 .
- G. DEFOSSE : Gestion financière des entreprises . Presse Universitaire de France 5ème édition 1996.
- G. DEFOSSE& P.BALLEY : La bourse des valeurs, Que sais-je ? Edition Bouchère Alger 16éme édition 1993.
- A.FERRI : Les intermédiaires financiers : L'Agent de change . Edition Dunot 1971.
- V.GHIASSI : Gestion active de portefeuille . Edition ESKA 1997.
- M.GUILLAUME& L.ROYER : Le second marché. Edition DALLOZ 1ère édition 1989.
- B.JAQUILLAT : Les marchés financiers et la gestion de portefeuille . Edition Bordas Dunot 4ème édition 1983.
- B.JAQUILLAT & B.SOLNIK : Marché financiers, Gestion de portefeuille et des risques . Edition Dunot 2ème édition 1990.
- B.JAQUILLAT : L'introduction en bourse Que sais-je ? Presse Universitaire de France 1ère édition 1989.
- C.JAFFEUX : Bourse et financement des entreprises . Edition Dunot 1984 .
- M.KARLIN : Back office et marchés financiers .

Edition économica 1997.

- A.LAMIRI : Gérer l'entreprise Algérienne en économie de marché. Prestcom Edition 1997.
- J-LECONTE : A Quoi sert la bourse ? Edition Economica 1975.
- A.H.MIRAT : La bourse et ses acteurs. Edition Dunot 1977.
- J.PEYRARD : La bourse. Edition Vuibert enteprises 1995.
- O.PICON : La bourse Comment gérer votre portefeuille ? Edition Masson 12ème édition 1991.
- W.C.REUND : Les bourses dans le monde. Edition Dunot 1975.
- F.ROSENFELD : Analyse financière et gestion de portefeuille. Edition Dunot 1972.
- P.SIMON : Le financement des entreprises . Edition Dalloz 1961.
- J.TEULIE& P.TOPSACALIAN : Finance . Edition Vuibert 1997.
- G.VIDALENCHE : « La bourse ». Edition économica 1990.

ثانيا : أطروحات ، رسائل جامعية ومذكرات .

- M.BERRAG : Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances . Thèse de Magister Ecole supérieur de commerce juillet 1993 .
- Y.DEBBOUB : Régulation des investissements dans le secteur d'état industriel et réformes économiques en Algérie 1970-1991 Thèse de doctorat d'etat ISE 1991.
- S.DJAOUI :Introduction en bourse des entreprises Algériennes. Mémoire de fin de cycle PGS en stratégie et gestion des entreprises 1996.
- A.KADDOURI : Rôle et place du marché financier dans une économie en mutation vers l'économie de marché . Thèse de Magister en sciences de gestion ESC 1995.

- Y.HAMZA : Le marché boursier naissant quelles mesures pour sa promotion ? Mémoire de fin de cycle DES Banques 1995-1996.

ثالثا: مقالات ، مجلات وجرائد

- J.Y.CAPUL : « Introduction à la bourse ». Cahiers français n°277 juillet-septembre 1996 .
- D.PLIHON : << marchés financiers et financement de l'économie d'Etat et les marchés financiers >>. Cahiers français n°277 juillet – septembre 1996 .
- HOUAOUI ABDENOUR : Emprunt obligataire SONATRACH un début prometteur. CAAR INFO N°02 1998 .
- SAFRAOUI MOHAMED : << les intermédiaires en opérations de bourse >> . Convergence (BEA) n°1 juin 1998.
- S.A BOUKRAMI : << L'Algérie et la mondialisation >> . Revue Finance 8 développement au Maghreb n°19 février 1997 .
- M.BELFODIL : << Vente des actions ERIAD SETIF : opération réussie >> . BADR infos n°26 1999 .
- DIF M'HAMED : << Un marché financier en Algérie >> . Revue l'économie n°13 Avril 1994 .
- Revue banque n°581 mai 1997 .
- Revue banque n°582 juin 1997.
- Revue banque n°583 juillet – Août 1997.
- Revue banque n°585 octobre 1997 .
- Media Bank n°12 juin/juillet 1994 .
- Infos Bourse : << Marché des capitaux en Algérie >> . SGBV Publication n°1 juin 1998 .
- Infos Bourse : << offre publique de vente >> SGVB Publication n°2 septembre 1998 .
- Infos Bourse : << les négociations en bourse >>.

SGVB Publication n°3 décembre 1998 .

- Bulletin de la COSOB N°1 1999 .
- Bulletin de la COSOB N°2 1999 .
- Revue perspectives n°74 1992.
- Revue perspectives (plusieurs numéros) .
- SAIDAL INFOS << Dossier SAIDAL en bourse des valeurs >> . n°07 quatrième trimestre 1998 .

رابعا : الندوات والمحاضرات

- A.LAMIRI : Aspects micro et macro économiques liés àl'implantation d'une bourse des valeurs dans un pays en transition vers l'économie de marché. Cas de l'Algérie SIBF 1993 .
- A.MOURI : Réglementation et processus de la mise en placede la bourse en Algérie. SIBF 1993.
- C.HAMIDOUCHE : « Cours des valeurs mobilières ». SIBF 1993.
- Le cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada. Tome1, Tome2 et Tome 3 . Institut Canadien des valeurs mobilières 1997.
- Manuel sur les normes de conduite au Canada . Institut Canadien des valeurs mobilières 1997.
- Séminaire sur le montage d'un intermédiaire en opérations de bourse. Résidence El Mithak octobre 1997.
- Séminaire sur le marché financier algérien : Réalités et perspectives. 15/16 février ٢٠٠٠ .

خامسا : الوثائق التوجيهية

- Guide des néophyte. La vie financière 1998-1999.
- Guide des SICAV. La vie financière 2000.
- Guide de la bourse. MLP édition 1997.

- Guide de l'émetteur. COSOB novembre 1997.
- Guide des organismes de placement collectif en valeurs mobilières . COSOB novembre 1997.
- Guide des valeurs mobilières . COSOB novembre 1997.
- Guide de l'admission COSOB novembre 1997.

سادسا : القواميس والموسوعات

- J-BREMO ND & A.GELEDAN : Dictionnaire économique et social. Edition Hatier 2ème édition 1981.
- Dictionnaire économique et social . Edition Germ 1988.
- Dictionnaire la Rousse. Edition française INC 1984.

سابعا : نصوص تشريعية وتنظيمية

- Décret exécutif n°91-169 du 28 mai 1991 portant sur l'organisation des transactions sur valeurs mobilières.
- Décret législatif n°93-10 du 23 mai 1993 relatif à la bourse des valeurs mobilières.
- Décret législatif n°93-08 du 25 avril 1993 modifiant et complétant l'ordonnance n° 75-59 du 26/09/1975 portant code de commerce.
- Règlement COSOB n°96-02 du 22juin 1996 relatif à l'information à publier par les sociétés faisant appel public à l'épargne lors de l'émission des valeurs mobilières.
- Règlement COSOB n° 96-03 du 03 juillet relatif aux conditions d'agrément des Intermédiaires en opérations de bourse.